

All for One Steeb AG

26. Mai 2015



Basisstudie

Analyst:

Daniel Großjohann,
+49 69 71 91 838-42
daniel.grossjohann@bankm.de

Bewertungsergebnis

NEUTRAL

(vormals: NEUTRAL)

Fairer Wert

€ 51,65

(vormals: € 30,75)

BankM Research on Bloomberg, Thomson/Reuters, Factset, CapitalIQ and www.BankM.de

SAP-Transformation sorgt für zusätzliche Phantasie

Die All for One Steeb AG ist im 1. Halbjahr 2014/15 rein organisch um 10% gewachsen und konnte dabei die EBIT-Marge auf 8,5% (Vj.: 6,8%) ausbauen. Das Unternehmen setzt damit den beeindruckenden Trend der letzten Jahre fort. Möglich wurde dies durch eine zielgerichtete Akquisitionsstrategie und die stufenweise Ausweitung des eigenen Leistungsportfolios, auch im Windschatten der neuen Entwicklungen bei SAP (SAP HANA u.a.). 2014/15 dürfte unserer Einschätzung nach ein Investitionsjahr werden, das weiteres Umsatzwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich bringt. Jüngst stärkte All for One Steeb die Technologieberatung im Großkundensegment durch eine weitere Akquisition. Die EBIT-Marge dürfte sich im laufenden Geschäftsjahr leicht verbessern. Die Margendynamik sollte - bedingt durch den veränderten Produktmix und Skaleneffekte - ab 2015/16 auch weiterhin anhalten. Wir empfehlen (trotz des bereits über 45%igen Kursanstieges seit Jahresbeginn) die All for One Steeb-Aktie zu halten. Vor allem die DCF-Bewertung (€ 58,91) impliziert derzeit noch weiteres Aufwärtspotenzial.

- Durch die Nähe zu SAP partizipiert All for One Steeb in besonderem Maße an der Transformation der SAP. Die neuen Themen (Mobile, BI, SAP HANA, Cloud) werden bereits vom Mittelstand nachgefragt und genutzt - wir denken jedoch, dass diese Themen bei den Mittelständlern in den kommenden Jahren noch zusätzliche Dynamik entfalten werden. Daneben nutzt All41S das Großkundengeschäft um wertvolle Referenzen mit den neuen SAP-Lösungen aufbauen zu können.
- All for One Steeb hat den Anteil der wiederkehrenden Umsätze im 1. HJ 2014/15 auf zuletzt 45% ausgebaut. Diese Basis an Softwarewartungserlösen und Managed (Cloud) Services verleiht dem Geschäftsmodell Stabilität und reduziert die Bedeutung des volatilen Lizenz- und Consultinggeschäftes.
- All for One Steeb kann durch die Ausweitung des Leistungsspektrums noch stärker zum ersten Ansprechpartner für den Mittelstand in IT-Fragen werden (One-Stop-Shop-Gedanke). Der Trend zu dezentraleren IT-Budgets macht auch Fachabteilungen (wie etwa die Personalabteilung) zu potenziellen Kunden. All for One Steeb will diese Möglichkeiten stärker erschließen.
- **Ausblick:** Für das Geschäftsjahr 2014/15 erwartet All for One Steeb einen Umsatz von gut € 240 Mio. und ein EBIT von € 16 Mio. bis € 17 Mio. Dies entspräche einem Wachstum von rund 10% bei einer EBIT-Marge zwischen 6,7 und 7,0% (2013/14: 6,2%).

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2012/13	186,3	16,8	10,5	8,8	4,8	0,99	0,50	5,6%	2,6%
2013/14	217,2	20,5	13,5	12,0	8,1	1,62	0,70	6,2%	3,7%
2014/15e	240,3	24,2	16,5	15,0	9,8	1,97	0,80	6,9%	4,1%
2015/16e	258,3	27,2	18,6	17,2	11,3	2,27	0,86	7,2%	4,4%
2016/17e	271,2	29,8	20,9	19,6	12,9	2,58	0,99	7,7%	4,7%

Quelle: All for One Steeb AG, BankM-Research (e)

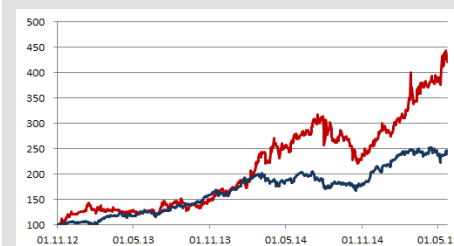
Branche	IT-Dienstleistungen
WKN	511000
ISIN	DE0005110001
Bloomberg/Reuters	A1OS GY/A1OS.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	30.09
Q3 2014/15	06.08.2015
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	Prime Standard

Finanzkennzahlen	14/15e	15/16e	16/17e
EV/Umsatz	1,05	0,98	0,93
EV/EBITDA	10,44	9,30	8,48
EV/EBIT	15,37	13,60	12,11
P/E bereinigt	24,61	21,41	18,79
Preis/Buchwert	4,50	3,96	3,47
Preis/FCF	16,81	14,70	13,29
ROE (in %)	19,2	19,0	19,0
Dividendenrendite (in %)	1,6	1,8	2,0

Anzahl ausst. Aktien (in Mio.)	4,982
Marktkap. / EV (in € Mio.)	173/192
Free float (in %)	24
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	98.816
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	52,50/24,55
Kurs 22.05.2015 (in €; XETRA-Schluss)	48,50

Performance	1M	6M	12M
absolut (in %)	12%	64%	55%
relativ (in %)	15%	40%	24%

Vergleichsindex DAX-Subsector IT-Services



All for One Steeb AG (XETRA) rot/hell im Vergleich mit DAXsubsector IT/Services (blau/dunkel);
Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Inhalt

INVESTMENT CASE	3
UNTERNEHMENSPROFIL	4
Geschäftsmodell	7
Strategie	10
Vorstand und Aufsichtsrat der All for One Steeb AG	15
Aktionärsstruktur	15
MARKTUMFELD	16
FINANZEN UND BEWERTUNG	21
Entwicklung der Finanzkennzahlen und Bewertung	21
DCF-Modell	23
Sensitivitätsanalyse	24
Peer-Group-Vergleich	25
Bewertungsfazit	27
SWOT-ANALYSE	28
TABELLENANHANG	29
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	32

Investment Case

In der All for One Steeb AG findet der Investor einen Wert, der in den vergangenen Jahren neben einer erfolgreichen Buy-and-Build-Strategie auch ein marktüberdurchschnittliches organisches Wachstum und einen kontinuierlichen Margenausbau zeigte. Treiber des Margenausbaus war u.a. die gezielte Ausweitung des Outsourcing Services Geschäftes (inkl. Softwarewartung), dessen Umsätze wiederkehrenden Charakter haben. Die Ausweitung des Anteils an wiederkehrenden Umsätzen hat das Geschäftsmodell darüber hinaus gegenüber konjunkturellen Schwankungen stabilisiert, auch wenn das volatile Lizenzgeschäft die Margen weiterhin beeinflusst.

Wir sehen die zugrunde liegenden Trends weiter als intakt an. Die sich fortsetzende Konsolidierung unter den IT-Dienstleistern bietet gute Voraussetzungen für künftige strategische Zukäufe. Die größte SAP-Mittelstandskundenbasis in der DACH-Region wird es All for One Steeb auch in den kommenden Jahren ermöglichen, die skalierbaren und strategisch bedeutsamen Outsourcing / Managed Cloud Services-Umsätze - und damit die operative Marge - auszubauen.

Mit ihrer In Memory Plattform SAP HANA sorgt SAP für eine hohe Dynamik. Der Weltmarktführer beansprucht die Innovationsführerschaft und will mit disruptiven Technologien nicht nur die digitale Transformation vorantreiben, sondern auch den Markt für Unternehmenssoftware neu ordnen. Für All for One Steeb als größter Partner bietet gerade diese Transformation die große Chance, das Geschäft mit der eigenen Bestandskundenbasis massiv auszuweiten und gleichfalls neue Kundensegmente zu erschließen. All for One Steeb hat in den neuen Themen (SAP HANA, Cloud, Mobile) frühzeitig Referenzen (auch bei Großkonzernen) aufgebaut und durch die Mehrheitsbeteiligung an der Grandconsult DEXINA GmbH die Management- und Technologieberatung im Großkundengeschäft weiter gestärkt. Da neue Technologien oft zunächst von Großkonzernen genutzt werden, bevor sie breiten Einsatz im Mittelstand finden, gehen wir davon aus, dass All for One Steeb hier mittelfristig eine Sonderkonjunktur bevorstehen könnte.

Der Cloud/SaaS-Trend hat auch dazu geführt, dass IT-Budgets dezentraler werden, d.h. auch Fachabteilungen über eigene IT-Budgets verfügen. All for One Steeb wird diese Zielgruppe zunehmend adressieren. Daneben weitet das Unternehmen sein Leistungsspektrum sukzessive aus – Beispiel hierfür ist z.B. WEBMAXX (Managed Services im Microsoft-Umfeld). All for One Steeb entwickelt sich also vom SAP-Komplettanbieter in Richtung IT-Komplettanbieter, ohne aber den Markenkern zu verwässern.

Die Aktie der All for One Steeb hat nach DCF-Bewertung noch klares Kurspotenzial. Zwar werden in 2015 Zukunftsinvestitionen die Margenpotenziale zunächst in Teilen überlagern. Andererseits steht der marktweite Einsatz der neuen SAP-Technologien im Mittelstand erst noch bevor. All for One Steeb befindet sich unserer Meinung nach weiter auf Kurs und wird mittelfristig noch zusätzliche Dynamik zeigen können. Wir raten daher die Aktie bei Kursschwäche nachzukaufen.

Überdurchschnittliches Wachstum, Ausweitung der Basis wiederkehrender Umsätze und Margenverbesserungen...

...werden sich auch mittelfristig fortsetzen.

Zusätzliche Chancen durch SAP-Transformation, ...

... neue Zielgruppen und Non-SAP-Themen

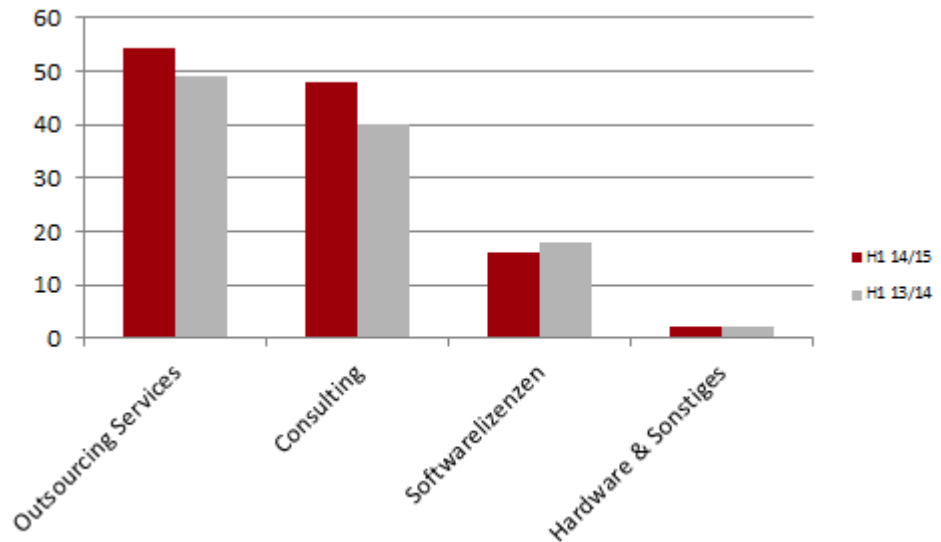
Aktuelles Aufwärtspotenzial von rd. 7%, Kursrücksetzer zum Nachkauf nutzen.

Unternehmensprofil

Größter SAP-Mittelstandspartner in der DACH-Region

Die All for One Steeb AG mit Hauptsitz in Filderstadt-Bernhausen (bei Stuttgart) ist der größte auf den Mittelstand fokussierte SAP-Partner in der DACH-Region. All for One Steeb ist ein branchenfokussierter SAP-Komplettdienstleister, der neben dem Geschäftsprozess-Know-How als One-Stop-Shop auch über spezifisches Technologie-Know-How (Cisco, NetApp, VmWare, Microsoft, IBM) für den Managed Cloud Betrieb der Kundenanwendungen in Rechenzentren verfügt. Die 1.107 Mitarbeiter (Stand 31.03.2015) betreuen über 1.400 Kunden. Etwa 46% seiner 2013/14-Umsätze erzielte All for One Steeb mit wiederkehrenden Outsourcing und Cloud Services Umsätzen (inkl. Wartungsverträge), die im strategischen Fokus stehen. Weitere wichtige Umsatzsäulen sind das Lizenzgeschäft (13/14: 14%) und Beratungsdienstleistungen (13/14: 38%).

Grafik 01: Umsatz der All for One nach Erlösarten (in € Mio.)



Quelle: All for One Steeb AG

Weltweite Kundenbetreuung durch United VARs Netzwerk

Anstatt selbst in den Aufbau eigener, weltweiter Aktivitäten zur Vor-Ort-Betreuung internationaler Kunden zu investieren, hatte All for One Steeb in 2006 zusammen mit der Seidor S.A.. Barcelona/Spanien, die United VARs Allianz gegründet. Mittlerweile konnte United VARs zur weltgrößten Allianz von SAP Resellern ausgebaut werden. Das Netzwerk besteht derzeit aus über 30 Partnern, ist in über 70 Ländern vor Ort, betreut mit über 5.000 SAP-Beratern über 8.000 Bestandskunden und ermöglicht jedem Partner eine (nahezu) weltweite Betreuung seiner Kunden wie aus einer Hand - ohne die hohe Kapitalbindung und ohne die Risiken, die der Aufbau eigener weltweiter Aktivitäten mit sich bringen würde. United VARs strebt bei SAP einen SAP Global VAR Status an, der bis dato nur ganz wenigen globalen Konzernen wie etwa Accenture, IBM, HP gewährt wird.

Tabelle 01: Historie der All for One Steeb AG

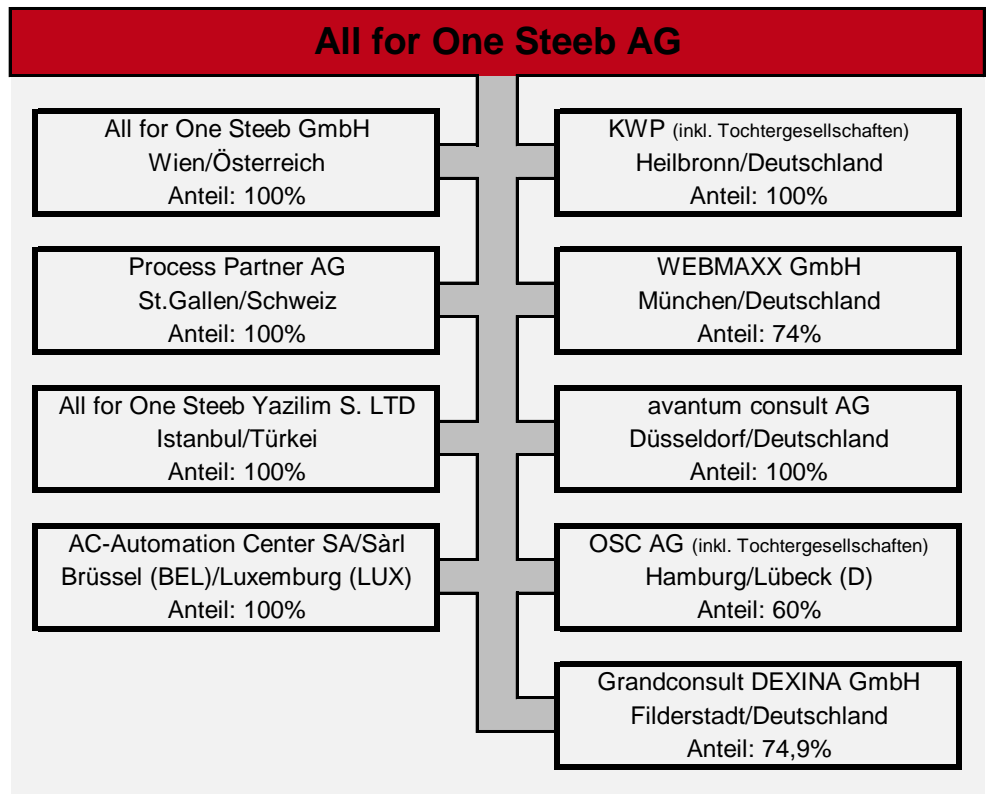
Jahr	Ereignis
1959	Ursprung der AC Gruppe ist die Ausgliederung der IT-Aktivitäten des AMAG Konzerns (dem größten Autoimporteur der Schweiz)
1975	AC-Service ist Anbieter von Standardsoftware für den Technischen Großhandel und die Industrie und größter VAR von HP in der DACH-Region
1998	IPO der AC-Service AG am Neuen Markt
2006	Start der Neuausrichtung zum SAP-Komplettdienstleister; Übernahme der "All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions"
2008	Umfirmierung der AC-Service zur All for One Midmarket AG; Verkauf der Tochter ACCURAT (Non SAP); hohe Investitionen in neues Rechenzentrumskonzept
2009	Verkauf AC-Service (Schweiz) AG (Non SAP)
2010	Die neue Strategie zahlt sich bereits in den Jahren der Finanzkrise aus, All for One wächst gegen den Markttrend auch in 2009 und 2010, Ausbau des Marktanteils
2011	Übernahme der ehemaligen SAP-Tochter Steeb, Erstkonsolidierung ab 01.12.2011
2012	Umfirmierung in All for One Steeb AG und Verschmelzung Steeb; November 2012: Übernahme der OSC AG, Lübeck (80 Mitarbeiter)
2013	Strategische Partnerschaft mit der Fiducia IT AG, Übernahme des SAP-Mittelstandsgeschäftes der Fiducia (ORGA, Asset Deal); Mehrheitliche Übernahme der WEBMAXX GmbH (Microsoft Cloud Technologie); Aufbau einer Supporteinheit, die von der Türkei aus für den D A CH Markt tätig ist. Anteilserhöhung an der KWP von 56% auf 100%
2014	Übernahme der avantum consult AG (Performance Management, Business Analytics); die Marke Grandconsult (Management- und Technologieberatung) wird im Markt eingeführt, All for One Steeb AG überschreitet die 1.000 Mitarbeiter-Schwelle,
2015	Mehrheitliche Übernahme (74,9%) der Grandconsult DEXINA GmbH, um die Technologieberatung für Unternehmen mit eigenen Rechenzentren zu stärken

Quelle: All for One Steeb AG

Klare Unternehmensstruktur

All for One Steeb weist, trotz der in Teilen auch anorganischen Wachstumsstrategie, eine übersichtliche Konzernstruktur auf. Der Großteil der Umsätze entfällt direkt auf die AG, bei den Tochtergesellschaften bestehen mehrheitlich direkte 100%ige Beteiligungen. Die Ausnahmen bilden OSC und WEBMAXX, sowie die Grandconsult DEXINA. Hier verfügt All for One Steeb jeweils über (direkte) Mehrheitsbeteiligungen. Es bestehen Vereinbarungen, die es All for One Steeb ermöglichen, mittelfristig die eigenen Anteile an diesen Töchtern auf 100% auszuweiten.

Grafik 02: Organigramm der All for One Steeb AG (vereinfachte Darstellung)



Quelle: All for One Steeb AG

Geschäftsmodell

All for One Steeb ist als SAP-Komplettanbieter für den Mittelstand positioniert, jedoch nicht hierauf beschränkt. Vielmehr entwickelt sich das Unternehmen zu einem Komplettanbieter rund um SAP, IT und Business, der die gesamte IT Wertekette vom Geschäftsprozess über die gesamte Unternehmenssoftwarelandschaft bis hin zur Orchestrierung des IT Betriebs in einer ganzheitlichen 360° Sicht abbildet. All for One Steeb verfügt über eine sehr gute Reputation als SAP-Dienstleister, klare Branchenschwerpunkte und zahlreiche eigenentwickelte Mehrwertlösungen rund um die SAP-Anwendung. Im Fokus stehen mit dem Maschinen- und Anlagenbau, den Automobilzulieferern, Projektdienstleistern, der Konsumgüterindustrie und dem technischen Großhandel Branchen, die in Deutschland stark durch den Mittelstand geprägt sind. Potenziell lassen sich in diesen Branchen allein in der DACH-Region über 12.000 mittelständische Unternehmen adressieren, die noch keine SAP Lösungen einsetzen. Für alle Fokus-Branchen verfügt All for One Steeb über eigene Branchenlösungen, die auf branchenspezifischem Geschäftsprozess Know-how basieren und gegenüber dem Wettbewerb eine Differenzierung darstellen.

Die SAP-ERP-Lösung wird typischerweise 15 bis 20 Jahre, meist auch länger, durch All for One Steeb betreut und dabei vielfach erweitert (HCM, CRM, Supply Chain Management, Business Analytics, Mobile Solutions). Typischerweise schließt sich also an die Beratung und Implementierung der SAP-Landschaft eine langjährige Kundenbeziehung an.

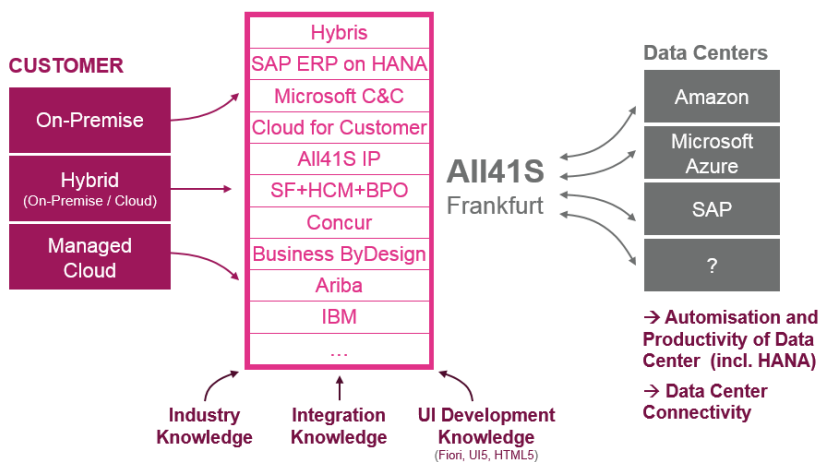
Dazu bietet All for One Steeb zudem ein umfassendes Portfolio von Outsourcing- und Cloud-Dienstleistungen zur Orchestrierung selbst großer Business Softwarelandschaften und deren IT-Betriebsformen. Unternehmen können sich damit besser auf ihr Kerngeschäft konzentrieren, Forderungen nach höherer Sicherheit und Hochverfügbarkeit umsetzen und die digitale Transformation ihrer Geschäftsabläufe vorantreiben. Auch dabei unterstützt All for One Steeb mit ihrer integrierten Management- und Technologieberatungseinheit Grandconsult DEXINA.

SAP-Komplettanbieter mit Branchenfokus und ...

... langfristigen Kundenbeziehungen, wiederkehrende Umsätze ...

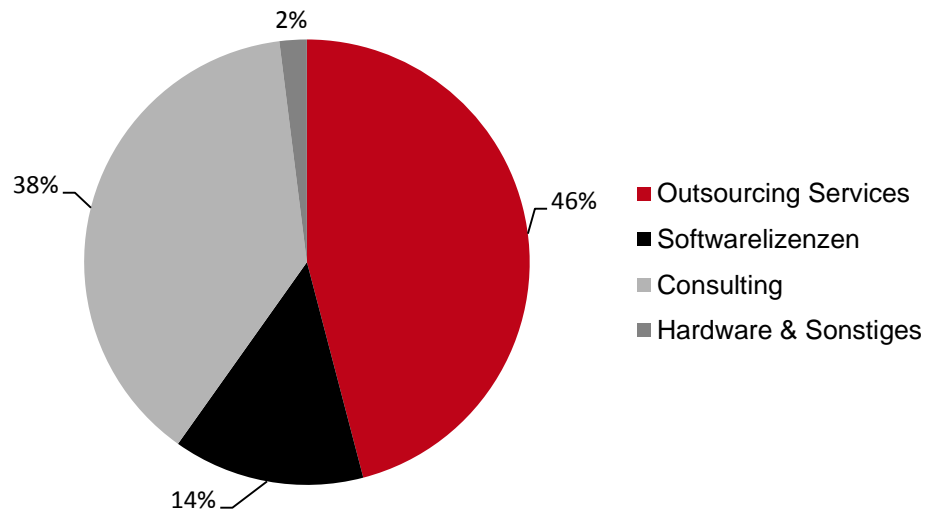
... und One-Stop-Shop Ansatz

Grafik 03: One-Stop-Shop Ansatz



Quelle: All for One Steeb AG

Grafik 04: Umsatzmix im 1. HJ 2014/15

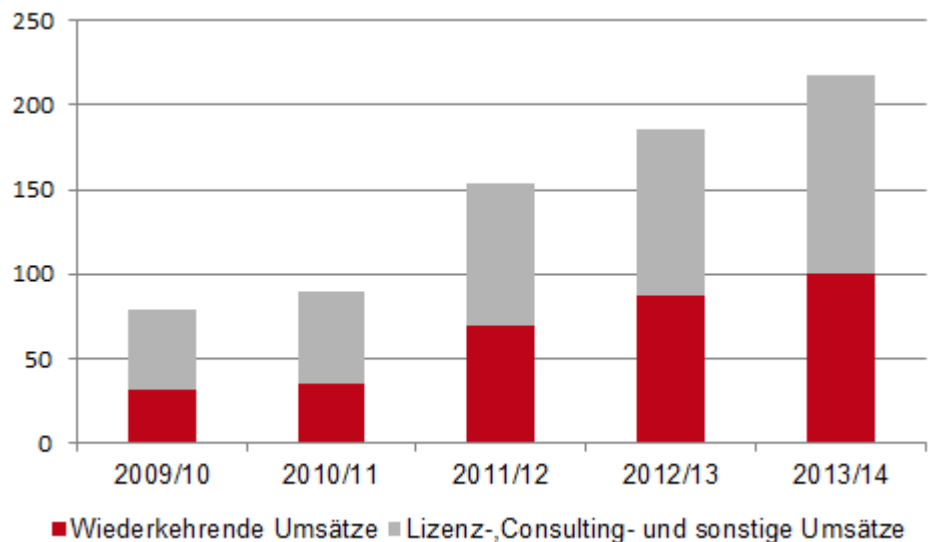


Quelle: All for One Steeb AG

Wiederkehrende Umsätze von besonderer Bedeutung

Insbesondere die wiederkehrenden Umsätze (Softwarewartung, Outsourcing- und Cloud Services), die im 1. HJ 2014/15 ein Umsatzvolumen von € 54,4 Mio. verantworteten, haben innerhalb des Geschäftsmodells eine hohe strategische Bedeutung. Der gezielte Ausbau des Anteils wiederkehrender Umsätze reduziert sowohl konjunkturbedingte Schwankungen als auch die Abhängigkeit von der Volatilität des Lizenzneugeschäfts und bietet zudem Skalierungspotenzial zur weiteren Steigerung der Marge.

Grafik 05: Entwicklung wiederkehrende Umsätze (5 Jahre/in € Mio.)



Quelle: All for One Steeb AG

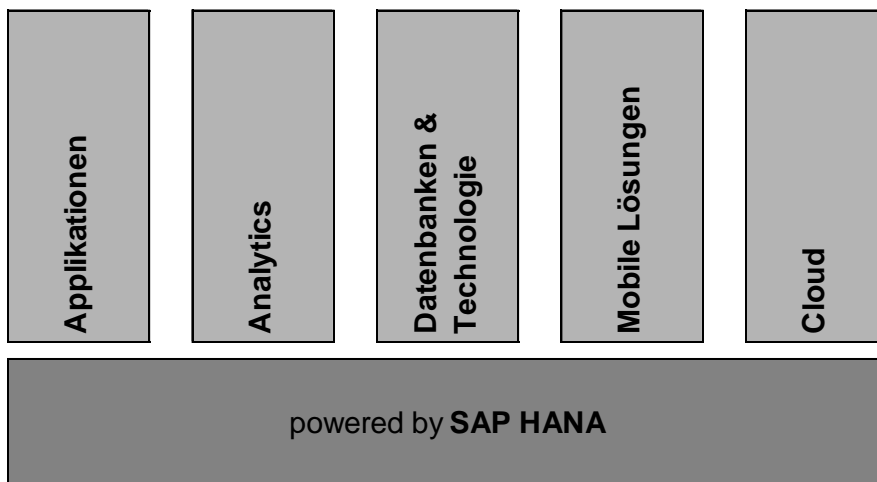
BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Auch wenn SAP ERP bis dato klarer Schwerpunkt ist, geht das Leistungsspektrum der All for One Steeb bereits darüber hinaus. Beispiele hierfür sind auf der Echtzeit-Plattform SAP HANA basierte Lösungen, die verschiedene Themen abdecken (vgl. Grafik 06). Zudem wurde mit SAP S/4HANA im Februar 2015 der Nachfolger für SAP ERP vorgestellt. Auch hier erweitert All for One Steeb ihr Portfolio. Werden neue Technologien zunächst bei Großunternehmen eingesetzt, bevor ein breiter Einsatz im Mittelstand erfolgt, hier hat All for One Steeb zuletzt massiv in technisches Know-how investiert. So betreibt die Gesellschaft mit Technologie Partnern wie NetApp, Cisco oder VM Ware ein Joint Research & Development Lab bei SAP in Walldorf. Zudem wurde mit der Mehrheitsbeteiligung an der Grandconsult DEXINA GmbH die Technologieberatung für Unternehmen mit eigenen Rechenzentren, derzeit vor allem Großkonzerne, weiter ausgebaut. Dieses Technologie Know-how nutzt die Gesellschaft zudem für den forcierten Transfer neuartiger Lösungen in Richtung Mittelstand sowie zum Ausbau ihrer Rechenzentren.

Vorreiter unter den SAP-Partnern bei SAP HANA, SAP S/4HANA und Cloud-Services

Damit ist All for One Steeb hervorragend aufgestellt, wenn Themen wie Cloud, SAP HANA/SAP S/4 HANA, Applications und Business Intelligence den Mittelstand in der gesamten Breite erreichen. Für SAP sind große SAP-Partner, die für diese neuen Themen die Rolle eines Katalysators einnehmen, von hoher Bedeutung - ist der etablierte Partnerkanal doch ein entscheidender Wettbewerbsvorteil im Vertrieb gegenüber (jungen) (Pure-)Cloud-Unternehmen.

Grafik 06: SAP HANA: Vielseitige Echtzeit-Plattform



Quelle: SAP AG

Abgerundet wird das Leistungsspektrum von All for One Steeb durch ein Portfolio an Fachbereichslösungen etwa für HCM (Tochter KWP), Business Intelligence (Tochter avantum) oder Communications & Collaboration (Tochter Webmaxx). Diese „Line of Business Lösungen“ sind meist branchenunabhängig einsetzbar, bereits stark Cloud-basierend und werden verstärkt auch direkt in den Fachabteilungen von Großunternehmen platziert, die dazu über eigene Budgets verfügen.

Zusatzpotenzial Line of Business Lösungen aus der Cloud, verstärkt auch für Großunternehmen

Strategie

Unternehmensspezifische Stärken strategisch geschickt genutzt

Im Vergleich mit anderen SAP-Partnern verfügt All for One Steeb über verschiedene unternehmensspezifische Stärken, die strategisch geschickt ausgespielt werden. Nachfolgend haben wir die in unseren Augen wesentlichen Erfolgsfaktoren kurz dargestellt, bevor wir insbesondere auf die Akquisitionsstrategie und die sich aus der Transformation der SAP ergebenden Chancen näher eingehen.

- 1) Die größte installierte SAP-ERP-Kundenbasis in der DACH-Region schafft einzigartige Möglichkeiten der **Skalierung** und des **Cross-Sellings**. Die erfolgreiche Buy-and-Build-Strategie zielt u.a. auf die erweiterte Nutzung/Erschließung dieser Potenziale ab.
- 2) Die Unternehmensgröße erlaubt es All for One Steeb dem **Transformationsprozess der SAP** früher zu folgen (als andere SAP-Partner) und sich hieraus bietende Chancen besser zu nutzen.
- 3) Im Unterschied zu den meisten SAP-Mittelstandspartnern kann All for One Steeb (über Grandconsult DEXINA) auch Technologieberatung für Großkonzerne mit eigenen Rechenzentren erbringen. Dadurch kann All for One Steeb schneller **Referenzen** mit neuen Technologien **aufbauen**.
- 4) Durch die erfolgreichen Akquisitionen der letzten Jahre hat das Unternehmen eine gute Reputation als Käufer und Integrator aufgebaut - dies verbessert den **Zugang zu relevanten M&A-Deals** und begrenzt deren Risiken
- 5) Globales Partnernetzwerk United VARs gewährleistet weltweit **ganzheitliche Kundenbetreuung** bei gleichzeitig **geringer Kapitalbindung**.
- 6) Geschäftsprozess Know-how, Branchenexpertise, eigene Branchenlösungen und gleichfalls Technologie und IT Betriebs Know-how, hohe wiederkehrende Erträge aus lang laufenden Outsourcing und Softwarewartungsverträgen und das Auftreten als One-Stop-Shop schaffen **Differenzierung** und **starke Kundenbindung**.
- 7) Durch die gute Reputation als Arbeitgeber, sowie die vielfältigen Entwicklungsperspektiven ist die **Rekrutierung von IT-Spezialisten/SAP-Beratern** einfacher möglich, als bei vielen Wettbewerbern.

Einschub: Akquisitionsstrategie

Bei der Umsetzung der Wachstumsstrategie spielen – neben einem gesunden organischen Wachstum – Akquisitionen für All for One Steeb eine zentrale Rolle. Die Übernahme der ehemaligen SAP-Tochter Steeb 2011 war ein erster wesentlicher Meilenstein für die damalige All for One Midmarket AG. Die Steeb Übernahme hat das Unternehmen in eine neue Größenklasse aufsteigen lassen, und war - wie auch spätere Akquisitionen - vor allem strategisch motiviert. Die drei wesentlichen strategischen Motive der Akquisitionen waren: 1) Bessere Skalierung der eigenen Kapazitäten 2) Die Ausweitung des eigenen Leistungsspektrums um den angestammten „Kern“ ERP herum zur tieferen Durchdringung der Zielbranchen 3) Die Nutzung von Cross-Selling-Potenzialen.

Erster Meilenstein 2011: Die Steeb-Übernahme

Größenvorteile spielen für einen SAP-Komplettdienstleister eine entscheidende Rolle. Einerseits erfordert bereits das Angebot bestimmter Leistungen (etwa der Betrieb von Kunden-Systemen aus zentralen Rechenzentren) eine gewisse Größe, um wettbewerbsfähige Preise darstellen zu können. Andererseits ist auch der Know-how-Aufbau in spezifischen Themen und den neuen SAP-Bereichen (SAP HANA-Plattform, Business Intelligence, Mobile Lösungen, Apps, Cloud Services) mit hohen Fixkosten verbunden (Aufbau von Personalressourcen, Zertifizierungen der Mitarbeiter, Entwicklung voreingestellter Lösungspakete), die sich nur entsprechend große SAP Partner leisten können.

Bei den Übernahmen von WEBMAXX und avantum stand vor allem die Erweiterung des eigenen Leistungsspektrums in Richtung Fachbereichslösungen im Vordergrund. WEBMAXX ist Spezialist für verschiedene Microsoft Kommunikationslösungen (wie Exchange, Skype for Business, Sharepoint). Entsprechende Angebote (wie z.B. Managed Exchange) fügen sich gut in das Geschäftsfeld Managed Services ein und ermöglichen es All for One Steeb, dem Kunden in diesem Bereich umfassende Lösungen aus einer Hand anzubieten. avantum gilt als Spezialist für Corporate Performance Management (CPM) und setzt hierbei u.a. auch auf IBM Cognos, eine auch bei SAP-Kunden weitverbreitete Business-Analyse-Software. Beide Marken – avantum und WEBMAXX – sind bei Kunden gut eingeführt und wurden daher folgerichtig erhalten. Mit dieser Mehrmarkenstrategie kann All for One Steeb neue Themen erschließen, ohne den Markenkern (SAP Haus) zu verwässern.

Die im November 2012 erfolgte Übernahme der damals 80 Mitarbeiter zählenden OSC-Gruppe hatte die Stärkung der regionalen Präsenz in Norddeutschland zum Ziel. Dadurch, dass OSC bereits vor der Übernahme ein langjähriger Partner der All for One Steeb war (und somit gut bekannt) und der Kaufpreis an bestimmte Ziele gekoppelt war, erfolgte die regionale Ausweitung des Geschäftes zu geringem Risiko.

Beim Share Deal Steeb und dem Asset-Deal mit der FIDUCIA IT AG standen die übernommenen Kundenbeziehungen im Fokus. Einerseits ermöglichte dies eine bessere Umlage fixer Kosten, andererseits eröffneten sich erhebliche Cross-Selling-Potenziale, die im Nachgang der Übernahme genutzt werden können. Die ehemalige SAP Steeb konnte ihren Kunden gegenüber nicht in allen Bereichen als Komplettanbieter gegenüberreten, während die neue Einheit All for One Steeb diesen Kunden als „One-Stop-Shop“ ein breiteres Leistungsspektrum bieten kann. Bei den von der FIDUCIA IT AG übernommen Kundenverträgen (Outsourcing, Software-Wartung, Managed Services) handelt es sich um Unternehmen, die nicht in den typischen Fiducia-Fokus (Banken) passen, dafür aber umso besser zu den von All for One Steeb adressierten Branchen. Somit haben sowohl die ehemaligen Steeb-Kunden als auch die durch den Asset-Deal übernommenen Kunden der Fiducia von den jeweiligen Übernahmen profitiert.

Mit der jüngst erfolgten Mehrheitsbeteiligung (74,9%) an der Grandconsult DEXINA GmbH baut All for One Steeb ihre Anfang 2014 unter der neu geschaffenen Marke „Grandconsult“ erfolgreich gestartete Technologie-Beratung für Unternehmen mit eigenen Rechenzentren weiter aus. Dies bietet All for One Steeb u.a. die Möglichkeit, Referenzen in neuen Technologien – die typischerweise zunächst in Projekten von Großkonzernen genutzt werden –

Strategische M&A-Ziele: Größenvorteile nutzen...

...das Leistungsspektrum ausweiten...

..lokale Präsenz stärken...

...Cross-Selling-Potenziale nutzen..

...Referenzen in neuen Technologiethemen schnell aufbauen

aufzubauen. Diese Referenzen helfen All for One Steeb, Projekte im Mittelstand zu akquirieren und neue Technologien dort verstärkt zu platzieren.

Künftige Übernahmen dürften der bisherigen Strategie folgen ...

Wir gehen davon aus, dass die drei genannten Motive auch bei künftigen Akquisitionen der All for One Steeb die entscheidenden Kriterien sein werden. Als Ziele einer Übernahme können wir uns insbesondere Partner der All for One Steeb aber auch größere Einheiten gut vorstellen. Sollte sich die Möglichkeit einer größeren Akquisition zu vertretbarem Preis ergeben, die aus den liquiden Mitteln (rd. € 36,3 Mio. zum 30.09.2014) und ohne die Eigenkapitalquote zu weit zu senken nicht bestritten werden kann, so könnten wir uns eine Kapitalerhöhung vorstellen. Eine solche könnte den Free-Float und damit die Liquidität in der Aktie weiter erhöhen (wenn die Altaktionäre nicht vollumfänglich die eigenen Bezugsrechte ausüben). Wir gehen ferner davon aus, dass All for One Steeb auch künftige Akquisitionen nur zu wirtschaftlich vertretbaren Preisen tätigen wird, die Verwässerung durch eine mögliche Kapitalmaßnahme im Zuge einer größeren Übernahme also begrenzt bleiben würde.

... Konsolidierungstrend bei den SAP-Partnern wird anhalten

Die Konsolidierungswelle vor allem unter den kleineren SAP-Partnern dürfte weiter anhalten. Gründe hierfür sehen wir in der zunehmenden Bedeutung der Fixkostenskalierung (bei Managed Services) und der breiter werdenden Produktpalette der SAP. Ein kleines SAP-Haus hat nicht die Ressourcen, um auf all diesen Gebieten Expertise aufzubauen. Hinzu kommt der Wettbewerb um Mitarbeiter - hier haben es kleine spezialisierte SAP-Partner schwerer, weil die Berater hier für sich oft limitierte Karriereperspektiven vermuten. Aus Sicht der All for One Steeb ein günstiges Umfeld, um die eigene Buy-and-Build-Strategie weiter erfolgreich fortzusetzen.

Das Echtzeit-Plattform SAP HANA bietet Kunden und Beratern

Im Zentrum der Transformation bei SAP steht die eigene Technologieplattform SAP HANA, die als ein Alleinstellungsmerkmal die „reinrassige“ Nutzung der In-Memory-Technologie aufweist. Die Plattform ist daher in einem sehr hohen Maße echtzeitfähig, selbst bei extrem großen Mengen zu verarbeitender Daten und könnte eine Schlüsselrolle bei der digitalen Transformation von unterschiedlichsten Geschäftsabläufen einnehmen und zudem das Entstehen ganz neuer, datenbasierter Geschäftsmodelle ermöglichen. Bei der Vermarktung von Lösungen, die auf dieser Plattform aufsetzen, ist SAP erheblich auf starke und entsprechend große Partner angewiesen. All for One Steeb ist hier sehr aussichtsreich positioniert.

... nahezu unbegrenzte realtime Anwendungsmöglichkeiten.

Bekanntere Beispiele für auf der HANA-Plattform laufende Anwendungen sind Business Intelligence, Mobile und Cloud-Anwendungen, die auf vielfältige Weise Kundennutzen stiften. SAP erwähnt in den Referenzen unter anderem signifikante Marktanteilsgewinne, eine Reduzierung des Working Capitals, die Reduktion der Gesamtbetriebskosten und schnellere Orderausführungen. Aber auch exotischere Anwendungen lassen sich auf der HANA-Plattform aufbauen: So nutzte der DFB HANA in der WM Vorbereitung 2014 und Hoffenheim erstellt auf Basis von HANA individuelle Trainingspläne für die Spieler.

Im Vorfeld der CeBIT 2015 hatte SAP zudem mit SAP S/4HANA den Nachfolger für die SAP Business Suite vorgestellt. Die neuentwickelte Business Software Generation ist nur auf SAP HANA lauffähig und nutzt daher die Vorteile der HANA Plattform, etwa weniger Komplexität, ein deutlich geringer Ressourcenverbrauch und Verarbeitung in Echtzeit, konsequent aus. Für den Umstieg von der bisherigen SAP Business Suite auf SAP S/4HANA wurden elegante Übergangsszenarien geschaffen. Voraussetzung dafür ist jedoch ein Betrieb der SAP Business Suite auf der HANA Plattform.

Neue Software-generation SAP S/4 HANA als Nachfolger von SAP ERP, Vorteile der HANA-Plattform kommen so richtig zur Geltung

Um Neu- und Bestandskunden gezielt an SAP HANA heranzuführen, hatte All for One Steeb bereits auf der CeBIT 2015 ein Workshop Programm mit Einsatzszenarien für sechs Einsatzbereiche von SAP HANA gestartet. All for One Steeb bietet mittlerweile bezogen auf HANA von der Evaluierung über die Implementierung bis zum Produktivbetrieb aus ihren Rechenzentren ein umfassendes Service Portfolio. Gerade der Managed Cloud Betrieb aus den Rechenzentren ist auf Grund der wiederkehrenden Umsätze strategisch besonders interessant und SAP HANA bei den meisten Neukunden schon heute ein Thema.

Galten SAP-(ERP)-Lösungen früher im Mittelstand oft als zu komplex, überdimensioniert und teuer, so ändert sich dieses Bild nicht nur mit der SAP S/4 HANA Lösung sehr deutlich, Auch SaaS/Cloud-Angebote, Cloud-basierte Lösungen wie Business ByDesign oder die Angebote von SuccessFactors (HCM) werden in großen Schritten bzw. sind bereits auf die HANA Plattform umgestellt. Damit erweitert sich der von All for One Steeb adressierbare Markt erheblich und rückt zunehmend auch die Fachabteilungen von Großunternehmen und deren eigene IT Budgets in den vertrieblichen Fokus.

Adressierung neuer Kundengruppen möglich

All for One Steeb hat sich früher als andere SAP-Häuser dazu entschieden, in neuen Technologien (HANA, Mobile, Cloud, BI) Expertise aufzubauen, Zertifizierungen zu erwerben und kann daher bereits mit Referenzen (auch bei Großkonzernen) aufwarten. Derzeit investiert All for One Steeb in diese Themen verstärkt. In unseren Augen dürften sich diese Investitionen auszahlen, sobald die Verbreitung der neuen Technologien im Mittelstand an Fahrt gewinnt. Da neue Anwendungen/Technologien üblicherweise zuerst von Großkonzernen eingesetzt werden, bevor sie sich im Mittelstand in der Breite durchsetzen, sehen wir All for One Steeb hervorragend positioniert, um sich bietende mittelfristige Chancen zu nutzen.

All for One ist frühzeitig dabei - und bestens positioniert, wenn HANA den Mittelstand erobert

Positionierung als IT-Dienstleister und Arbeitgeber

All for One Steeb ist bei den Kunden oft eng mit den Schlagworten SAP, Outsourcing und Mittelstand verbunden. Sollen andere Themen oder Nicht-Mittelstands-Kunden adressiert werden, könnte dies hinderlich sein (oder die Kernmarke verwässern). All for One Steeb hat die übernommenen und im Markt gut eingeführten Marken daher erhalten. Mit der Mehrheitsbeteiligung an der Grandconsult DEXINA GmbH besteht für die bisher nur unter einer Marke „Grandconsult“ erbrachte Management- und Technologie-Beratung eine eigene Tochtergesellschaft.

Mehrmarkenstrategie: Spezialisierungen herausarbeiten, ohne die Kernmarke zu verwässern

Gute Reputation als Arbeitgeber wichtig im Wettbewerb um gute Berater

Im Wettbewerb um IT-Spezialisten ist es von zentraler Bedeutung nicht nur bei den Kunden, sondern auch bei potenziellen Mitarbeitern einen guten Ruf zu genießen. Bisher ist es All for One Steeb immer gelungen, die Mitarbeiter übernommener Unternehmen, die neben den Bestandskunden in unseren Augen das wichtigste „Asset“ sind, zu halten und zu entwickeln. Dazu dürften neben dem mit großen Freiräumen und hoher Eigenverantwortung ausgestatteten Arbeitsumfeld, der ausgeprägten Kultur und den Perspektiven, die sich den einzelnen Mitarbeitern in einer größeren Einheit bieten, auch Auszeichnungen als Arbeitgeber (u.a. „Die besten Arbeitgeber 2015 (Wirtschaftsmagazin Focus)“, „A GREAT PLACE TO WORK“, „TOP-Consultant“) und die SAP Pinnacle Awards 2013, 2014 und 2015 beigetragen haben.

Mit globalem Partnernetzwerk United VARs in über 70 Ländern vor Ort

Partnerstrategie

Im Vertrieb konzentriert sich All for One Steeb zudem auf Unternehmen mit Sitz in der DACH-Region, deren Entscheidungen über IT Investitionen jedoch sehr oft über Deutschland Österreich und Schweiz hinaus reichen und auch für deren internationale Aktivitäten (Produktions-, Vertriebs-, Servicegesellschaften etc.) maßgeblich sind.

Anstatt jedoch selbst in den Aufbau eigener, weltweiter Aktivitäten zur vor Ort Betreuung internationaler Kunden zu investieren, hatte All for One Steeb in 2006 zusammen mit der Seidor S.A.. Barcelona / Spanien, die United VARs Allianz gegründet. Den Startpunkt bildeten sechs SAP Systemhäuser in 10 Ländern, die sich gegenseitig bei der Implementierung und Betreuung von internationalen Kunden unterstützen und ihre Stärken, Support in Landessprache unter genauer Kenntnis der lokalen Geschäftsregeln, Verordnungen und Gesetze sowie den passenden „cultural fit“ zur Geltung brachten. Mittlerweile konnte United VARs zur weltgrößten Allianz von SAP Resellern ausgebaut werden. Das Netzwerk besteht derzeit aus über 30 Partnern, ist in über 70 Ländern vor Ort und betreut mit über 5.000 SAP-Beratern über 8.000 Bestandskunden und ermöglicht jedem Partner der Allianz eine (nahezu) weltweite Betreuung seiner Kunden wie aus einer Hand - ohne die hohe Kapitalbindung und ohne die Risiken, die der Aufbau eigener weltweiter Aktivitäten mit sich bringen würde. United VARs strebt bei SAP einen SAP Global VAR Status an, der bis dato nur ganz wenigen globalen Playern. etwa Accenture, IBM, HP gewährt wird.

Vorstand und Aufsichtsrat der All for One Steeb AG

Im Juli 2014 wurden die Verträge beider Vorstände, die eng mit der Erfolgsgeschichte des Unternehmens in den zurückliegenden Jahren verbunden sind, vorzeitig um fünf Jahre verlängert. Der Vorstandssprecher Lars Landwehrkamp (Jahrgang 1959) verantwortet die Bereiche Strategie, M&A, Operations, sowie die Personalentwicklung der All for One Steeb AG. Der konsequente Ausbau zu einem namhaften SAP-Systemhaus erfolgte unter seiner Leitung. Stefan Land (Jahrgang 1967) ist seit April 2008 Finanzvorstand der All for One Steeb AG, als solchem unterstehen dem erfahrenen Kapitalmarktexperten die kaufmännische Führung des Konzerns sowie der Bereich Investor Relations.

**Erfolgreiches
Vorstandsduo
verlängerte
Vorstandsverträge
bis 9/2019**

Josef Blaszicek (selbständiger Unternehmer) führt mit Wirkung zum 26. Mai 2015 den Vorsitz des All for One Steeb-Aufsichtsrates. Er übernimmt damit das Amt von Peter Brogle (selbständiger Unternehmer), der das Amt des Aufsichtsratsvorsitzenden aus Altersgründen abgibt und stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender wird. Peter Fritsch (CFO der BEKO HOLDING AG) und Friedrich Roithner (CFO der KTM AG) gehören dem Gremium als einfache Mitglieder an. Seit März 2013 stellt zudem auch die Arbeitnehmerseite mit Jörgen Dalhoff und Detlef Mehlmann zwei Aufsichtsratsmitglieder. Neben beiden Vorständen sind zudem vier der sechs Aufsichtsratsmitglieder über privaten Aktienbesitz an der All for One Steeb AG beteiligt.

**Erfahrene
Aufsichtsräte**

Aktionärsstruktur

Das Aktionariat der All for One Steeb ist geprägt von 4 großen, langfristig orientierten Investoren. Die beiden größten Aktionärsgruppen, die Pierer Industrie AG und die Unternehmens Invest AG verfügen jeweils über rund 25% der Stimmrechte.

Tabelle 02: Aktionärsstruktur der All for One Steeb AG (Stand: 30.03.2015)

Aktionär	Anteil in %
Pierer Industrie AG	25%
Unternehmens Invest AG	25%
BEKO HOLDING AG	12%
Qino Capital Partners AG	10%
Vorstände und Aufsichtsräte	4%
Streubesitz	24%
Summe	100%

Quelle: All for One Steeb AG

Marktumfeld

Marktvolumen für IT-Services in Deutschland 2014 bei über € 36 Mrd.

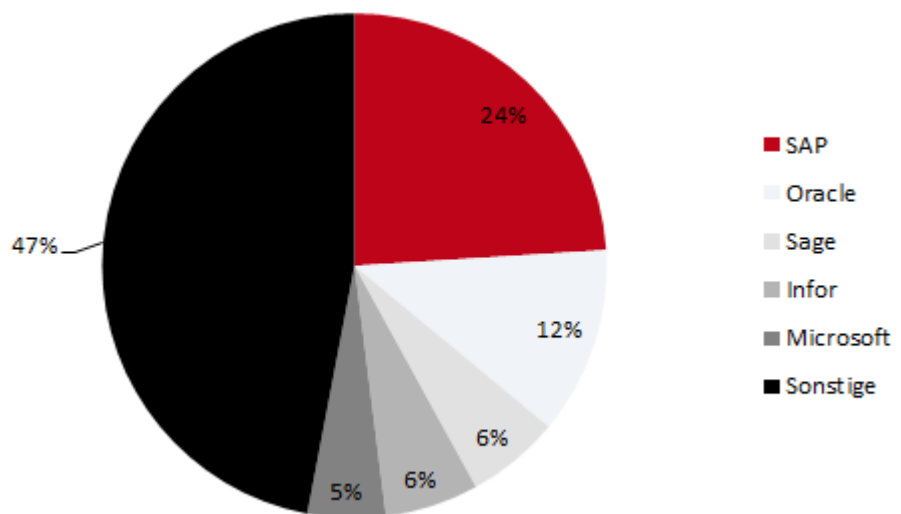
Der Markt für IT-Services in Deutschland belief sich in 2014 auf € 36,3 Mrd., mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten von knapp über 2% in den vergangenen Jahren. Dynamischer entwickelte sich der Markt für Software, der von 2011 auf 2014 auf € 19,1 Mrd. (+2,7 Mrd.) anwuchs. Dies entspricht einem Wachstum von durchschnittlich über 5% pro Jahr. Das Wachstum des gesamten ITK-Marktes in 2015 erwartet der Verband BITKOM bei 2,4%, das Untersegment Software sollte dabei mit +5,5% den stärksten Zuwachs zeigen. IT-Dienstleistungen werden im Zuge des Booms bei Big Data und Cloud Computing die Wachstumsrate auf 3% ausbauen können, obwohl der Mangel an IT-Fachkräften die Gesamtentwicklung weiter dämpft.

Trends wie die Digitalisierung von Geschäftsabläufen (etwa Industrie 4.0), datenbasierte Geschäftsmodelle (Echtzeitunternehmen) oder überbetriebliche Geschäftsprozesse (Lieferketten, Einkaufsplattformen) werden die Entwicklung bei Software und IT-Dienstleistungen entscheidend mitbestimmen. SAP selbst treibt diese digitale Transformation stark voran. Ausgangspunkt ist der (SAP-) ERP-Kernmarkt (SAP R/3). Mit neuer Plattform (HANA), neuen Lösungen für Big Data, Mobile und Cloud sowie SAP S/4 HANA als Nachfolger von R/3 zielt SAP auf eine starke Marktausweitung. All for One Steeb betreut die größte SAP R/3 SAP Mittelstandskundenbasis in DACH, investiert stark in die Integration von Technologie- und Anwendungslandschaften („Orchestrierung“) und könnte daher an der Marktausweitung besonders stark partizipieren.

ERP-Weltmarktführer SAP baut seine Führung aus...

Der weltweite ERP-Markt wuchs 2013 mit 3,8% auf USD 25,4 Mrd. SAP hat in diesem fragmentierten Markt seine Rolle als Weltmarktführer weiter ausgebaut. Der SAP-Weltmarktanteil stieg von 18,8% in 2010 auf rund 23% im Jahr 2013. Neben SAP weisen nur Oracle, Sage, Infor und Microsoft einen Weltmarktanteil von 5% und mehr auf. Die oftmals lokalen Spezialisten mit Anteilen unter 5% vereinen weiterhin 47% des Weltmarktes auf sich.

Grafik 07: ERP-Weltmarktanteile (2013)



Quelle: Gartner (2014)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

SAP hat sich bei seinem Wachstums-Ansatz auf (beobachtbare) Megatrends, wie Cloud, Mobile und Business Intelligence konzentriert. Diese können auf der Echtzeitplattform SAP HANA aufgesetzt werden, wobei das ERP-System thematisch als logischer Startpunkt betrachtet werden kann. Sowohl beim mobilen Zugriff auf Unternehmensdaten, als auch bei der Auswertung großer Datenmengen stehen vor allem die umfassenden Daten des ERP-Systems im Zentrum des Interesses.

Markt-Sonderthema: SAP in der Transformation

Neuartige Technologien und leistungsfähigere Hardware haben das Potenzial, Geschäftsmodelle nachhaltig zu verändern und Marktanteile neu zu verteilen. SAP, als Marktführer im Bereich der ERP-Software, hat sich bei der Entwicklung neuer, disruptiver Technologien (wie etwa der In-Memory-Technologie/SAP HANA) bewusst an die Spitze der Entwicklung gestellt und den Wandel so aktiv mitgestaltet. Die Transformation des SAP-Geschäftsmodells ist gegenwärtig in vollem Gange und bietet (neben SAP selbst) gerade den großen SAP-Partnern neue Geschäftsmöglichkeiten.

Bei der Transformation des eigenen Geschäftsmodells zeigt SAP eine enorme Geschwindigkeit. Das (neue) SAP Cloud Geschäft wies in 2014 ein Umsatzwachstum von 45% aus. Noch dynamischer war die Entwicklung beim Thema SAP HANA: Die Zahl der Kunden, die die „SAP Business Suite on HANA“ einsetzen, wuchs 2014 um über 100%. Unterdessen stieg auch der HANA-bezogene Auftragsbestand von € 1,4 Mrd. (Ende 2013) auf nunmehr € 3 Mrd. (Ende 2014). Die neuen Themen bieten SAP Partnern vielfältige Chancen der Geschäftserweiterung, um die digitale Transformation in der eigenen Kundenbasis zu forcieren. So überrascht es nicht weiter, dass All for One Steeb in den neuen Themen bereits einige Projekte bei Großunternehmen, aber auch Mittelständlern erfolgreich bearbeitet hat.

Bei den Neukundenprojekten der All for One Steeb ist die SAP HANA Plattform im zurückliegenden Jahr in vielen Fällen bereits ein Thema gewesen. Neben SAP HANA-Projekten ging es hier auch oft darum, mit der neuen Lösung „HANA-ready“ zu sein. Wir werten dies als starken Beleg, dass ein großes Interesse an der neuen Technik besteht und Mittelständler sich die Option, HANA zu einem späteren Zeitpunkt zu implementieren, offen halten wollen. Die Gruppe der Mittelständler, die HANA jetzt genauer beobachten, um dann gegebenenfalls mittelfristig selbst aktiv zu werden, dürfte gegenwärtig stark wachsen.

Dazu trägt vor allem auch die Vorstellung der neuen Softwaregeneration SAP S/4HANA als Nachfolgerin der SAP Business Suite unmittelbar vor dem Start der CeBIT 2015 bei. SAP selbst sieht in S/4HANA einen Meilenstein, der die Komplexität von IT-Landschaften erheblich reduziert. SAP sieht durch die neue Produktgeneration zunächst vor allem visionäre Unternehmen angesprochen, für die innovative Geschäftsprozesse einen großen Wettbewerbsvorteil darstellen. So dürfte SAP S/4HANA erst allmählich an Fahrt aufnehmen und im Mittelstand erst mittel- bis langfristig eine große Verbreitung finden, als Investitionsperspektive messen wir dem R/3 Nachfolger jedoch heute bereits Bedeutung zu.

..und nutzt ERP als natürliche Basis für die Erschließung der IT-Megatrends

Disruptive Technologien und der Umgang damit

**SAP in dynamischer Transformation:
Cloud-Umsatz +45%;
SAP HANA > +100%;
Kerngeschäft wächst weiterhin**

SAP HANA bei All for One Steeb bereits bei vielen Neukundenprojekten im Mittelstand ein Thema

S/4HANA ist die neue Softwaregeneration aus dem Hause SAP

Unsere These: Der stärkste Zuwachs bei Cloud/SAP HANA im deutschen Mittelstand kommt in den nächsten 2-5 Jahren

Typischerweise werden technologische Innovationen zunächst in Großkonzernen eingeführt. Daher ist es wichtig, dass die eigentlich auf den Mittelstand fokussierte All for One Steeb auch hier seit der ersten Stunde mit dabei ist und Referenzen u.a. bei Großkonzernen aufgebaut hat. Auch erste erfolgreiche Projekte im Mittelstand gibt es bereits. Wir gehen aber davon aus, dass der ganz große Wachstumsschub noch aussteht. Die Zuwächse dürften ab dem kommenden Jahr im Mittelstand erheblich an Dynamik gewinnen, wenn die erfolgreichen Projekte bei Großunternehmen sichtbarer und ROI-Berechnungen greifbarer werden.

Cloud-Business ist für All for One Steeb derzeit vor allem „Private Cloud“

SAP selbst differenziert zwischen drei verschiedenen Cloud-Geschäftsmodellen: 1) **Public Cloud** 2) **Business Network** und 3) **Private Cloud**. Der Großteil der Managed Cloud-Umsätze der All for One Steeb sind gegenwärtig dem Bereich „Private Cloud“ zuzurechnen, dem Betrieb von ERP-Systemen und Applikationen in den Rechenzentren. Die zu Grunde liegenden Managed (Cloud) Services Verträge weisen Laufzeiten von bis zu fünf Jahren auf, die meist in einer Erneuerung des Vertrages münden. Auch mit den anderen beiden SAP-Cloud-Geschäftsmodellen, etwa bei SAP Business ByDesign, erzielt All for One Steeb längst steigende wiederkehrende Umsätze.

SAP „Business Network“ ist weltweite Nummer 1

Auch wenn bei All for One Steeb derzeit vor allem Private Cloud-Angebote einen interessanten Zugang zu wiederkehrenden Umsätzen bilden, dürften zukünftig auch Public Cloud- und Business Network-Angebote der SAP beträchtliche zusätzliche Geschäftsmöglichkeiten eröffnen. Weil die SAP Public Cloud Angebote (wie z.B. der im Bereich HCM aktiven SAP-Tochter SuccessFactors) dem klassischen SaaS-Modell (Software-as-a-Service) folgen, sind sie mit den Angeboten (junger) pure-cloud Anbieter am ehesten vergleichbar. Das SAP Business Network ist das größte seiner Art. Zusammengefasst sind hier die Einheiten Ariba (B2B-(Einkaufs-)Plattform, Sourcing, Vertragsmanagement, Cash Management), Fieldglass (Vendor-Management-System), Hybris (Commerce) und Concur (Reisemanagement). Die Geschäftsmodelle weisen eine hohe Kundenbindung auf und bieten der SAP ein stabiles Umsatzwachstum.

Cloud-Business: Europa und Asien mit aktuell stärksten Zuwächsen; Akzeptanz steigt

SAP selbst verzeichnet das stärkste Wachstum ihres Cloud-Geschäfts in den Regionen EMEA (Europa, Naher Osten, Afrika) und APJ (Asiatisch-pazifischer Raum, inkl. Japan) mit Zuwächsen von 58% bzw. 59% in 2014. Nicht ganz so stark war der Zuwachs in Nord- und Südamerika mit 39%. Dies dürfte aber vor allem daran liegen, dass das Thema Cloud in den USA schon eine größere Basis hat, während in Europa/Deutschland anfangs Skepsis bzgl. der Datensicherheit (NSA/Snowden) bestand. Diese Sorgen bestehen nun nicht mehr so stark, da immer mehr - auch amerikanische Anbieter - Rechenzentren in Deutschland (bzw. anderen europäischen Staaten) eröffnen und Private Cloud-Angebote aus dem Inland erbringen können.

SAP möchte Cloud-Umsätze bis 2020 versiebenfachen

Ausgehend von der in 2014 erzielten Umsatzbasis im Cloud-Geschäft (€ 1,1 Mrd.) strebt SAP bis 2020 eine Versiebenfachung der Cloud-Umsätze an, auf dann rd. € 7,5 Mrd. bis € 8 Mrd. Für 2015 plant SAP ein Wachstum im Cloud-Bereich von bis zu 86%, auf knapp über € 2 Mrd. Wir führen diesen starken Anstieg vor allem auf das Großkundengeschäft zurück - gemäß unserer These dürfte der große Wachstumssprung bei den Mittelständlern etwas später einsetzen. Auf den Mittelstand fokussierte SAP Partner wie All for One Steeb werden dann in noch stärkerem Maße als gegenwärtig vom Wandel bei SAP profitieren.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

SAP hat mit seinen Cloud-Aktivitäten keineswegs nur Lizenzumsätze verlagert, sondern auch neue Kundengruppen erschlossen, die mit der alten Lösungswelt nicht adressierbar waren. Als Beispiel hierfür lässt sich Business ByDesign ebenso nennen wie zugekauftes Geschäft (bspw. SuccessFactors im HCM-Markt). Business ByDesign wird bevorzugt in den Niederlassungen großer Unternehmen eingesetzt, die in Verbindung mit SAP R/3 oder zukünftig SAP S/4HANA in der Zentrale eine flexible, skalierbare, kostengünstige und rasch implementierbare Lösung suchen.

Der Cloud-Trend bewirkt in unseren Augen auch, dass IT stärker auch von den Fachabteilungen außerhalb des EDV Bereichs beschafft wird. Einfach, weil die Lösungen nicht mehr Inhouse betrieben und oft nutzungsabhängig vergütet werden. Für SAP-Partner wie All for One Steeb bedeutet dies, dass gute Kontakte zur IT-Abteilung alleine nicht ausreichen, um Cloud Lösungen in den Fachabteilungen zu platzieren. Als Konsequenz daraus verfolgt All for One Steeb etwa eine Mehrmarkenstrategie (KWP, avantum, Grandconsult DEXINA, Webmaxx), sowie eine Fachvertriebsorganisation, um die Fachabteilungen themenspezifisch gezielt zu adressieren.

Managed Cloud Services und Non-SAP-Angebote

Gerade für IT-Dienstleister mit ehemals dominierendem Beratungs- und Lizenzgeschäft besitzen wiederkehrende Umsätze einen hohen strategischen Wert. In Abschwungphasen lassen sich so Umsatzschwankungen dämpfen. Neben All for One Steeb haben aus diesem Grund auch andere börsennotierte IT-Dienstleister wie z.B. die in unserer Peer-Gruppe vertretenen Cancom und Datagroup das eigene Managed Services Angebot ausgebaut. Trotz verschiedener Bezeichnungen (etwa Infrastructure-as-a-Service (IaaS) oder Private Cloud) sind hier im Grunde vergleichbare Geschäftsmodelle gemeint, die sich über Skalierung in den zentralen Rechenzentren (Realisierung von Kostenvorteilen) und mehrjährige Vertragsbeziehungen auszeichnen.

Das Managed Cloud Services-Angebot der All for One Steeb AG umfasst IT-Systeme und Applikationen. Im Zentrum stehen dabei Kunden mit umfangreichen Unternehmenssoftwarelandschaften um SAP-ERP herum, für die All for One Steeb neben dem Geschäftsprozess Know-how („Anwendung“) auch über das Technologie und IT Betriebs Know-How („System“) verfügt. Für den betrieblichen Alltag der Kunden ist die Hochverfügbarkeit der SAP Unternehmenssoftwarelandschaft erfolgskritisch. Durch die Übernahme der WEBMAXX etwa wurde spezifisches Know-how im Bereich der Managed Services mit Microsoft-Lösungen (Exchange, Skype for Business, SharePoint) eingekauft. Also von Anwendungen, die bei den meisten Mittelständlern anzutreffen sind.

Mit ihrem Managed Services Portfolio orchestriert All for One Steeb umfassende Unternehmenssoftwarelandschaften (vergl. Grafik 3) und bezieht dazu alle IT Betriebsmodelle mit ein, neben dem Cloud Betrieb auch Hybride Modelle (Mischbetrieb von On Premise und Cloud) sowie reinen On Premise Betrieb (Remote Support). Es verwundert daher nicht, dass unter den zehn größten Anbietern Konzerne wie HP und T-Systems zu finden sind. Umso beachtlicher ist es, dass es All for One Steeb in wenigen Jahren gelang, basierend auf der großen Basis an SAP-Mittelstandskunden, in diese Spitzengruppe aufzurücken.

Zugang zu neuen Kundengruppen durch SAP Cloud-Angebote

All for One Steeb nimmt Fachabteilungen in den Fokus

Managed Cloud Services schaffen stabile Umsatzbasis

Orchestrierung von Managed Services erfordern Größe – All for One unter den Top10 in Deutschland

Kunden wollen den einen Ansprechpartner in IT-Fragen

Konsolidierung bei IT- und SAP-Dienstleistern

Die zu beobachtende Konsolidierung im Umfeld der IT-/SAP-Dienstleister wird von verschiedenen Entwicklungen getrieben. Das hohe Innovationstempo verstärkt den Kundenwunsch nach möglichst wenigen Ansprechpartnern, die alle IT-Themen aus einer Hand abdecken. Zwischen den Software- und Technologieherstellern auf der einen und den Anwenderunternehmen auf der anderen Seite sind zunehmend „Orchestrierer“ gefragt, die Anwendungs- und Systemlandschaften konzipieren, passend zusammenführen und industriell, sicher und hochverfügbar in der Cloud betreiben. All for One Steeb entspricht dem mit der Aufstellung als One-Stop-Shop. Für kleinere (SAP-)Häuser ist eine solche Strategie nicht gangbar, da hohe Fixkosten für die Bereitstellung der benötigten Ressourcen (zertifizierte Mitarbeiter, IT-Infrastruktur) anfallen würden. Als Alternative bleibt die enge Kooperation kleinerer Spezialisten mit größeren Partnern – allein All for One Steeb ist in Deutschland rund 80 solcher Partnerschaften eingegangen (All for One Steeb Businesspartner Programm).

Größere Einheiten im Vorteil beim Wettbewerb um IT-Fachkräfte

Ein weiterer Treiber des Konsolidierungstrends ist der Zugang zu Fachkräften, der vielfach als Flaschenhals wahrgenommen wird. Kleinere Einheiten sind hier im Nachteil, weil sie Entwicklungsmöglichkeiten, Flexibilität und Arbeitsplatzsicherheit nicht in dem Maße bieten können, wie dies bei einem größeren, überregionalen IT-Dienstleister möglich ist.

Aber: Mittelstand will auch Partner auf Augenhöhe

Ein gegenläufiger Trend in der Konsolidierung ist der Wunsch des Mittelstands nach Dienstleistern auf Augenhöhe. Hier ist es All for One Steeb in unseren Augen gut gelungen das eigene mittelständische Profil - trotz rasanten Wachstums - zu bewahren. Auch bei vielen Großunternehmen kommt die mittelständische Flexibilität gut an und unterstützt schnelle Entscheidungsprozesse etwa beim Einsatz von Cloud Lösungen.

Die Rolle der All for One Steeb als Konsolidierer

Wir gehen davon aus, dass All for One Steeb in der Konsolidierung des Marktes weiterhin eine aktive Rolle einnehmen wird. Als Zielunternehmen können wir uns neben größeren Einheiten auch kleinere SAP-Häuser (mit klarem Themenfokus), insbesondere aber auch heutige Partner der All for One Steeb vorstellen. Letztere böten die Möglichkeit des sukzessiven Ausbaus des eigenen Leistungsportfolios bei sehr begrenztem Risiko (da die Partner und deren Kompetenzen/Aufstellung gut bekannt sind). Auch größere Übernahmen sind – ein geeignetes Zielunternehmen und eine passende Bewertung vorausgesetzt – denkbar.

Markteintrittsbarrieren limitieren Wettbewerbsdruck

Wir gehen davon aus, dass die Anzahl der SAP-Partner in den kommenden Jahren abnehmen wird - während Größe und Leistungsspektrum der einzelnen Partner zunehmen werden. Diese verbliebenen Partner werden in besonderem Maße von den Umbrüchen bei SAP profitieren, weil SAP-ERP bei den betreuten SAP-Bestandskunden als logischer Startpunkt für weitere Angebote dienen kann. Unserer Einschätzung nach stärkt die gegenwärtige Entwicklung bei SAP die großen SAP-Partner, IT-seitige Trends wie Cloud-Services oder Mobile Lösungen ermöglichen den SAP-Partnern auch das eigene Geschäftsfeld auszuweiten - auch auf angrenzende Non-SAP-Lösungen und Dienste. All for One Steeb hat sich hierfür bereits positioniert und wird unserer Einschätzung nach hierdurch mittelfristig eine (nachhaltige) Margenausweitung realisieren können.

Finanzen und Bewertung

Entwicklung der Finanzkennzahlen und Bewertung

All for One Steeb steigerte im Geschäftsjahr 2013/14 den Konzernumsatz um 17% auf € 217,2 Mio. Der Anstieg war überwiegend organisch erzielt worden, nur etwa 2%-Punkte des Anstieges sind auf Zukäufe zurückzuführen gewesen. Skaleneffekte im Outsourcing- / Cloud-Services Geschäft und erneut starke Lizenzverkäufe sorgten für einen überproportionalen EBIT-Anstieg (+28%). Ein verbessertes Finanzergebnis und eine niedrigere Steuerbelastung sorgten dann für einen 56%igen Anstieg im Nachsteuerergebnis.

**GJ 2013/14: 15%
organisches
Wachstum,
überproportionales
Ergebniswachstum**

Im angelaufenen Geschäftsjahr 2014/15 liegt der von All for One Steeb angestrebte Konzernumsatz bei gut € 240 Mio. Das angestrebte EBIT soll zwischen € 16 Mio. und € 17 Mio. liegen. Nach 6,2% im Vorjahr soll die EBIT-Marge in diesem Jahr somit zwischen 6,7 und 7% liegen. Beim Umsatz liegen unsere Schätzungen leicht über € 240 Mio., die EBIT-Marge sehen wir mit 6,9% am oberen Ende der Bandbreite.

**GJ 2014/15:
Umsatzwachstum um
10%, bei weiterem
Margenausbau**

Die massive Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro dürfte per Saldo einen neutralen bis leicht positiven Effekt - aus der Währungsumrechnung des Ergebnisses der schweizerischen Tochtergesellschaft haben. Operative Kosten und Erlöse sind bei der schweizerischen Einheit in lokaler Währung, so dass Wechselkursschwankungen hier auf natürliche Weise gehedged sind (d.h. keinen Einfluss auf die operative Profitabilität der Tochter haben, sondern lediglich die Ergebnisumrechnung in Euro). Als Gegenbewegung dazu ist im SAP Markt Schweiz eine gewisse Investitionszurückhaltung erkennbar.

**CHF/EUR natürlicher
Hedge; leicht positiver
Gesamteffekt**

Wir gehen davon aus, dass All for One Steeb von der Transformation bei SAP künftig noch stärker profitieren wird. Im laufenden und im kommenden Geschäftsjahr wird All for One Steeb in Kapazitäten investieren, um gerüstet zu sein, wenn die neuen Technologien (die derzeit vor allem von Großkonzernen nachgefragt werden) im Mittelstand zunehmende Verbreitung finden. Um hiervon frühzeitig stärker zu partizipieren wurde die Grandconsult DEXINA GmbH mehrheitlich erworben. Das anfängliche jährliche Umsatzvolumen beträgt rund rd. € 6 Mio. und verstärkt die Anfang 2014 gestartete Management und Technologieberatung. Der Kaufpreis für die 74,9% Beteiligung beträgt rund € 2 Mio. und enthält einen Earn-out, dessen Höhe vom Eintritt bestimmter Ereignisse in den kommenden zwei Jahren abhängt. Durch ein Put/Call-Optionskonstrukt hat All for One Steeb die Möglichkeit den Anteilsbesitz an der neuen Tochter mittelfristig auf 100% auszuweiten.

**Zukunftsinvestitionen
führen mittelfristig zu
weiterem
Margenausbau**

Wir gehen davon aus, dass es All for One Steeb in den kommenden Jahren gelingen wird, die operativen Margen weiter auszubauen. Getragen wird der Margenausbau auch von einer wachsenden Basis an Outsourcing / Managed Cloud Services Umsätzen. In unserem Modell lassen wir die EBIT-Marge bis auf 8,5% in den Geschäftsjahren 2018/19 und 2019/20 anwachsen und danach aus Gründen der Vorsicht (mögliche neue Wettbewerber etc.) wieder leicht absinken, so dass der Terminal Value auf Basis einer 7,5%igen-EBIT-Marge berechnet wird.

Anfälligkeit gegenüber Konjunkturschwankungen nimmt ab

Temporär kann der durch den Outsourcing-/ Managed Cloud Umsatz bedingte Trend zu höheren Margen durch die volatilen Lizenzumsätze überlagert werden. Dies wäre jedoch kein Hinweis auf ein Ende des grundsätzlichen Margen-Trends, der sich in erster Linie an der Entwicklung der Outsourcing-Umsätze verfolgen lässt. Dementsprechend hat die Anfälligkeit der All for One Steeb gegenüber konjunkturellen Schwankungen in den letzten Jahren insgesamt abgenommen. Spürbar würde ein konjunktureller Abschwung jedoch nach wie vor bleiben, wenn Neuprojekte auf breiter Basis zurückgestellt werden. Der Mittelstand ist hier aber weniger marktgetrieben als Großunternehmen, einige Mittelständler nutzen gerade operativ ruhigere Phasen für IT-Umstellungen/Neuprojekte. Der Outsourcing Services-Bereich dagegen liefert eine von konjunkturellen Gegebenheiten weitestgehend unabhängige Möglichkeit eines kontinuierlichen Wachstums.

Capex und Abschreibungen

Die Capex/Umsatz-Ratio sehen wir mit 1,4% im laufenden Jahr auf dem Niveau des Vorjahres. Die Abschreibungen/Umsatz-Ratio liegt, bedingt durch PPA-Abschreibungen, höher. Die vier relevantesten Einzelpositionen hierbei bilden die Kundenstämme der ehemaligen Steeb Anwendungssysteme, der ehemaligen All for One Midmarket Solutions & Services GmbH, der avantum consult AG, sowie der OSC AG (dargestellt in Tabelle 03). Dies haben wir in unserem DCF-Ansatz berücksichtigt. Ausnahme bildet das Jahr 2023/24, hier haben wir die Abschreibungen den Investitionen angeglichen um Verzerrungen bei der Berechnung des Terminal Values zu vermeiden.

Tabelle 03: PPA (Auszug)

Kundenstamm	Restnutzungsdauer (ab 30.09.2014)	PPA p.a. (geschätzt)
Steeb Anwendungssysteme GmbH	bis zu 146 Monate	€ 1,9 Mio.
All for One Midmarket Solutions & Services GmbH	bis zu 76 Monate	€ 0,4 Mio.
avantum consult AG	115 Monate	€ 0,38 Mio.
OSC AG	121 Monate	€ 0,5 Mio.

Quelle: GB All for One Steeb AG, BankM Research

Zielkapitalstruktur bei 35:65 vermutet

Zum Bilanzstichtag wies All for One Steeb eine Eigenkapitalquote von 34% aus. Wir gehen davon aus, dass dies die Größenordnung ist, mit der das Unternehmen auch langfristig solide aufgestellt ist. Dementsprechend haben wir bei der Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (WACC) ein Verhältnis von 35:65 (EK:FK) unterstellt.

DCF-Modell

Das Beta von All for One Steeb schätzen wir auf 1,5, da es sich einerseits zwar um ein Unternehmen mit eher geringem Streubesitz handelt, die Handelsumsätze (mit einem täglichen Volumen von rd. 100.000 Euro im Durchschnitt der letzten 100 Tage) für einen nicht in den Hauptindizes enthaltenen Wert aber vergleichsweise hoch sind. Basierend hierauf und auf der Zielkapitalstruktur (35:65) ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 6,25%. Bei einer ewigen Wachstumsrate von 1% ergibt sich hieraus ein fairer Wert von € 58,91 pro Aktie.

DCF: Fairer Wert pro Aktie bei € 58,91

In bisherigen Herleitungen der Kapitalkosten sind wir von einem risikolosen Zins von 5% (Spread: 1%; Risikoprämie: 5%) ausgegangen. Dies impliziert, dass All for One Steeb eine Fremdkapitalfinanzierung zu 6% bekäme. Faktisch liegen die fixen Zinsen die All for One Steeb zahlen muss - je nach Tranche und Laufzeit - nur bei 2,6% bis 4,3%. Wir senken daher den risikolosen Zins (der z.Z. nahe null liegt) für unsere DCF-Kalkulation auf 3,5% ab. Die antizipierten Fremdkapitalkosten im betrachteten Zeitraum (bis 2024) liegen auch dann mit 4,5% immer noch klar über dem aktuellen Fremdkapitalzins-Durchschnitt. Wir stufen unsere Annahme angesichts der gegenwärtigen Niedrigzinspolitik in Europa durchaus als konservativ ein.

Kapitalkosten und Zinsumfeld

Tabelle 04: DCF-Modell

	14/15e	15/16e	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e
Umsatz	240,25	258,27	271,19	282,03	293,31	305,05	317,25	326,77	336,57	346,67
EBITDA	24,22	27,20	29,83	31,87	34,46	35,84	35,21	36,27	35,68	32,93
EBITDA-Marge	0,10	0,11	0,11	0,11	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10
EBIT	16,46	18,60	20,88	22,56	24,79	25,78	25,22	25,98	25,07	26,00
EBIT-Marge	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,07	0,08
Steuern	4,94	5,58	6,26	6,77	7,44	7,73	7,57	7,79	7,52	7,80
+ Abschreibungen	7,77	8,61	8,95	9,31	9,68	10,07	9,99	10,29	10,60	6,93
- Investitionen	6,51	5,86	5,74	5,97	6,20	6,45	6,71	6,91	7,12	6,93
- Veränderung Working Capital	2,88	2,25	1,61	1,36	1,41	1,47	1,53	1,19	1,23	1,26
Free-Cash-Flow	9,90	13,51	16,22	17,78	19,41	20,19	19,41	20,38	19,81	16,94
Diskontierungsfaktor	0,94	0,89	0,83	0,78	0,74	0,70	0,65	0,62	0,58	0,55
Wert Free-Cash-Flow heute	9,32	11,97	13,52	13,95	14,34	14,04	12,70	12,55	11,48	9,24
Kum. Wert der operativen CFs	123,10									
Barwert des Restwertes	176,09									
Unternehmenswert	299,19									
- Nettoverschuldung	0,12									
- Anteile Dritter	5,60									
Wert des Eigenkapitals	293,48									
Fairer Wert je Aktie in €	58,91									

Quelle: BankM Research

Sensitivitätsanalyse

Tabelle 05: Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		5,25%	5,75%	6,25%	6,75%	7,25%
Wachstumsrate Langfr.	0,50%	67,82	61,26	55,83	51,27	47,37
	0,75%	70,21	63,11	57,30	52,45	48,33
	1,00%	72,87	65,16	58,91	53,73	49,37
	1,25%	75,88	67,44	60,68	55,13	50,50
	1,50%	79,28	69,98	62,63	56,66	51,72

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Peer-Group-Vergleich

Als Peer-Unternehmen haben wir schwerpunktmäßig IT-Dienstleister mit operativem Fokus in der DACH-Region gewählt. Die **SNP AG** und die **KPS AG** sind beide auf „Business Transformation“ ausgerichtet und weisen einen sehr starken SAP-Bezug auf. **Cancom** und **Datagroup** wiederum treten als Anbieter von Private Cloud-Angeboten auf - was vom Geschäftsmodell her mit den Managed Services der All for One Steeb vergleichbar ist.

Die **Cenit** ist ein unabhängiges Software-/IT-Beratungshaus und Partner von SAP und Dassault Systèmes - und hat auf Grund dieser Aufstellung eine mit All for One Steeb vergleichbare Kundenstruktur (Automotive, Maschinenbau). Die **PSI AG** hat die meisten Kunden in den Bereichen Industrie und Energieversorgung. Die Gesellschaft verfügt über eigene Softwarelösungen (u.a. die ERP-Suite PSIpenta) und richtet sich aber zunehmend auf das Thema „Industrie 4.0“ aus. Die **adesso AG** ist einer der größten herstellerunabhängigen IT-Dienstleister in Deutschland und bietet seinen Kunden branchenspezifische Beratungsleistungen sowie (Individual-)Softwareentwicklungen. Das Thema „Mobile Business“ wird durch eine eigene Einheit bearbeitet. Die Kölner **SQS Software Quality Systems AG**, mit Hauptlisting an der LSE, ist ein Business Consulting Unternehmen, das sich auf die Bereiche des Qualitätsmanagements und des Testens von Software ausgerichtet hat. **GFT Technologies**, die von Größe und Leistungsportfolio in die Peer passen könnten, haben wir wegen der einseitigen Fokussierung auf den Finanzsektor und der regulatorisch bedingten Sonderkonjunktur in diesem Sektor nicht in die Peer aufgenommen.

Die Geschäftsmodelle der Peers haben sich - ähnlich wie bei All for One Steeb - in den letzten Jahren nachhaltig verändert und neue Geschäftsbereiche/Themen erschlossen. Im Einzelnen sind dies Cloud-Thematiken, Mobile Business oder auch „Industrie 4.0“. Wir denken, dass All for One Steeb einerseits durch die enge Anbindung zu SAP und andererseits durch die schnelle und konsequente Transformation der SAP in besonderem Maße profitieren wird. Ein Großteil dieser Entwicklung wird sich in den All for One Steeb-Zahlen mittelfristig sehr positiv niederschlagen, nämlich wenn die neuen Lösungen der SAP ihre Zugkraft im Mittelstand entfalten.

IT-Beratungshäuser mit SAP/ERP-Fokus, Private Cloud-Angeboten, ...

... und industrienaher Kundenstruktur bilden den Kern der Peer

Wandel bei allen Peers beobachtbar – All for One Steeb mit starkem externem Taktgeber SAP

Basisjahre 2014 und 2015

Als Basisjahre für die Peer-Bewertung haben wir das bei einigen Peers bereits berichtete Jahr 2014 und das angelaufene Geschäftsjahr 2015 genommen. Beide Basisjahre wurden gleichgewichtet, ein Ausreißer in 2014 (mit * gekennzeichnet) wurde zur Peer Bewertung nicht herangezogen.

Tabelle 06: Peer Group-Bewertung 2014

Unternehmen	Mkap in € Mio.	KGV		EV/Umsatz		EV/EBITDA		EV/EBIT	
		2014	2014	2014	2014	2014	2014		
adesso	92,6	30,8	0,5	8,9	11,0				
Cancom	516,6	18,6	0,6	9,9	17,5				
Cenit	136,8	21,5	0,9	9,9	12,5				
Datagroup	100,0	94,3 *	0,9	12,6	23,6				
PSI	176,6	29,6	1,0	12,9	18,6				
SQS Software Quality Syst.	210,6	16,4	1,0	9,4	13,1				
KPS AG	217,6	16,4	2,0	13,1	13,7				
SNP AG	52,7	48,5	1,7	19,1	30,2				
Mittelwert	187,9	26,0	1,1	12,0	17,5				
All for One Steeb AG	241,6	29,9	1,1	12,1	18,4				
Abschlag/Aufschlag		15%	8%	1%	5%				
Impliziter fairer Wert		42,06	46,71	49,58	47,77				
									46,53

Quelle: BankM Research, Factset

*=Werte in der Durchschnittsbildung nicht berücksichtigt

Tabelle 07: Peer Group-Bewertung 2015

Unternehmen	Mkap in € Mio.	KGV		EV/Umsatz		EV/EBITDA		EV/EBIT	
		2015e	2015e	2015e	2015e	2015e	2015e		
adesso	92,6	18,8	0,5	7,8	9,6				
Cancom	516,6	18,5	0,6	8,3	12,4				
Cenit	136,8	19,9	0,9	9,2	11,4				
Datagroup	100,0	17,4	0,8	8,6	12,8				
PSI	176,6	22,5	0,9	11,0	14,3				
SQS Software Quality Syst.	210,6	13,8	0,9	8,6	11,6				
KPS AG	217,6	12,5	1,7	10,8	11,2				
SNP AG	52,7	28,2	1,1	11,4	14,4				
Mittelwert	187,9	19,0	0,9	9,4	12,2				
All for One Steeb AG	241,6	24,6	1,0	10,2	15,1				
Abschlag/Aufschlag		30%	12%	8%	23%				
Impliziter fairer Wert		37,36	44,76	46,29	40,77				
									42,30

Quelle: BankM Research, Factset

Peer-Vergleich: Fairer Wert bei € 44,40, Margen noch unter Durchschnitt...

Im Peer-Vergleich mit Basisjahr 2014 wirkt All for One Steeb in etwa fair bewertet, 2015 impliziert sogar eine leichte Überbewertung. Bei gleicher Gewichtung beider Basisjahre ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von € 44,40.

Tabelle 08: Margenvergleich

Unternehmen	EBITDA-Marge	EBIT-Marge	Nettomarge	EK-Quote	EKR
	2015e	2015e	2015e	aktuell	2014
adesso	6,4%	5,2%	2,9%	47,0%	8,7%
Cancom	6,9%	4,6%	3,1%	47,0%	15,0%
Cenit	9,6%	7,8%	5,4%	57,0%	16,7%
Datagroup	9,5%	6,4%	3,6%	22,5%	4,7%
PSI	8,2%	6,3%	4,2%	39,2%	8,5%
SQS Software Quality	10,0%	7,4%	4,9%	50,0%	14,0%
KPS AG	16,2%	15,5%	13,9%	50,6%	52,7%
SNP AG	9,6%	7,5%	4,0%	58,6%	8,1%
Mittelwert	8,6%	7,6%	5,2%	46,5%	16,1%
All for One Steeb AG	10,1%	6,9%	4,1%	37,2%	13,6%

Quelle: BankM Research, Factset

Bedingt durch die gut skalierbaren Managed Services-Umsätze, tendenziell steigenden Umsätzen pro Kunde (IT-Komplettdienstleister statt SAP/ERP-Komplettdienstleister) und Upselling-Möglichkeiten, die sich aus der SAP-Transformation ergeben, hat All for One Steeb in unseren Augen bessere Möglichkeiten, die eigenen Margen weiter auszubauen als viele der Peers. Bereits in den zurückliegenden Jahren gelang es All for One Steeb jeweils im Ergebnis überproportional zum Umsatz zu wachsen. Eine besondere Bedeutung dürfte auch weiterhin den strategischen Akquisitionen zukommen (die in der Modellierung unberücksichtigt blieben).

..., aber überdurchschnittliches Topline-Wachstum ermöglicht bessere Skalierung

Tabelle 09: Vergleich der Wachstumsraten (nicht bereinigt um M&A)

	Umsatz CAGR	EBITDA CAGR	EBIT CAGR	EPS CAGR
	(2013-2015e)	(2013-2015e)	(2013-2015e)	(2013-2015e)
adesso	11,2%	17,7%	34,6%	33,1%
Cancom	21,8%	37,3%	36,0%	24,3%
Cenit	3,5%	7,3%	9,3%	8,2%
Datagroup	0,5%	18,2%	52,0%	36,1%
PSI	2,8%	38,5%	67,1%	400,0%
SQS Software Quality	17,4%	41,7%	61,8%	29,1%
KPS AG	13,5%	23,2%	24,5%	1,0%
SNP AG	41,8% *	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelwert	10,1%	26,3%	40,8%	n.m.
All for One Steeb AG	13,6%	19,9%	25,3%	41,4%

Quelle: BankM Research, Factset

Bewertungsfazit

Zieht man beide Bewertungsmethoden mit jeweils 50%iger Gewichtung heran, so ergibt sich für die All for One Steeb AG ein fairer Wert von € 51,65 pro Aktie.

Fairer Wert bei € 51,65

SWOT-Analyse

Stärken

- Der Anteil wiederkehrender Umsätze (2013/14: 46%) verleiht dem Geschäftsmodell Stabilität.
- All for One Steeb ist der größte SAP-Partner (Mittelstand) in der DACH-Region. Große Nähe zum SAP Top Management
- United VARs ermöglicht weltweite Kundenbetreuung ohne größere Risiken/Kapitalbindung. Durch die erfolgreichen Zukäufe der letzten Jahre wurde eine entsprechende Reputation aufgebaut, die All for One Steeb bei künftigen Übernahmen helfen dürfte.
- Geringe Personalfuktuation, über 1.100 Mitarbeiter

Schwächen

- Das wiederkehrende Outsourcing Managed Cloud Geschäft benötigt das margenschwächere SAP-Beratungsgeschäft.
- Streubesitzanteil bei unter 30%
- Insbesondere der SAP-Beratungsmarkt bleibt wettbewerbsintensiv.
- SAP wird auch weiterhin die Margen der SAP-Beratungshäuser durch die eigene Preisgestaltung steuern/begrenzen.
- Abhängigkeit von stark exportlastigen Schlüsselbranchen (Maschinen- und Anlagenbau, Automotive). Gewisse Dämpfung durch Ausbau Konsumgüterindustrie (Binnenkonjunktur)

Chancen

- Aktive Rolle bei der Konsolidierung bei den IT-/SAP-Dienstleister
- HANA und S/4HANA als Nachfolger der SAP Business Suite kommen verstärkt im Mittelstand
- Zusätzliche IT Budgets in den Fachbereiche von Großunternehmen
- Großer All for One Steeb-Kundenstamm für Outsourcing- Managed Cloud Services
- Cross-Selling Potenziale durch Portfolioerweiterung
- Erfolg von SAP im Cloud Markt treibt die großen Partner, Chancen einer starken Geschäftsausweitung
- Schlüsselrolle eines „Orchestrierers“ zwischen Software- und Technologie-Herstellern und Cloud Anwenderunternehmen (Add On Services)
- Big Data als Treiber für Business Analytics (Unternehmen benötigen Know-how und Support)

Risiken

- Abhängigkeit vom SAP-Neugeschäft besteht fort (jedoch in geringerem Maße).
- Konjunkturelle Risiken könnten das Geschäft beeinflussen, auch wenn dies durch das Outsourcing / Managed Cloud Services Geschäft in den letzten Jahren weiter abgemildert wurde.
- Die Rolle der SAP-Partner ist noch nicht bei allen neuen SAP Aktivitäten (z.B. Public Cloud Angebote) final festgelegt.
- Verfügbarkeit von IT-Fachkräften in Deutschland bleibt ein Flaschenhals (All for One Steeb hat sich hier u.a. mit deutschsprachigen Mitarbeitern ihrer türkischen Tochtergesellschaft breiter aufgestellt)
- Die neue Produktgeneration SAP S/4HANA könnte bei manchen potenziellen Kunden bewirken, dass sich Kaufentscheidungen verzögern.

Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Umsatz	186,334	217,227	240,253	258,272	271,186
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	1,519	1,513	1,673	1,799	1,889
Gesamtleistung	187,853	218,740	241,926	260,071	273,074
Herstellungskosten	-71,518	-79,643	-86,485	-91,810	-95,133
Bruttoergebnis	116,335	139,097	155,441	168,260	177,941
Personalaufwand	-72,218	-88,577	-97,966	-105,314	-110,579
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-27,276	-30,064	-33,251	-35,745	-37,532
EBITDA	16,841	20,456	24,224	27,202	29,830
Abschreibungen	-6,354	-6,992	-7,767	-8,607	-8,949
EBIT	10,487	13,464	16,457	18,596	20,881
Finanzergebnis	-1,653	-1,438	-1,417	-1,375	-1,309
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	8,834	12,026	15,040	17,221	19,572
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-3,212	-3,259	-4,331	-5,166	-5,872
Anteile Fremder	-0,831	-0,699	-0,889	-0,769	-0,839
Nettoergebnis	4,791	8,068	9,819	11,285	12,861
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,791	8,068	9,819	11,285	12,861
Gewichtete Anzahl Aktien	4,860	4,982	4,982	4,982	4,982
EPS	0,99	1,62	1,97	2,27	2,58
EPS bereinigt	0,99	1,62	1,97	2,27	2,58
DPS	0,50	0,70	0,80	0,86	0,99

Quelle: All for One Steeb AG, BankM Research (e)

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	10,671	15,793	16,251	18,946	21,453
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-1,145	-6,701	-6,510	-5,859	-5,736
Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit	2,035	-7,881	-6,987	-7,677	-8,488
Veränderung der Zahlungsmittel	11,536	1,211	2,754	5,410	7,228
Flüssige Mittel am Ende der Periode	31,637	36,327	39,081	44,491	51,720

Quelle: All for One Steeb AG, BankM Research (e)

All for One Steeb AG

- 30/33 - Tabellenanhang

26. Mai 2015

Bilanzen (in Mio. €)	2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Anlagevermögen	77,265	79,859	78,602	75,854	73,841
Immaterielle Vermögensgegenstände	60,074	66,310	64,810	62,010	60,010
Sachanlagen	8,943	8,615	8,858	8,910	8,897
Finanzanlagen	8,248	4,934	4,934	4,934	4,934
Umlaufvermögen	62,766	69,985	73,007	81,209	90,438
Vorräte	0,362	0,686	0,759	0,816	0,856
Forderungen aus LuL	30,767	32,972	33,167	35,902	37,862
Sonstige Forderungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kasse und Wertpapiere	31,637	36,327	39,081	44,491	51,720
Sonstiges Aktiva	2,269	4,400	7,700	7,700	7,700
Summe Aktiva	142,300	154,244	159,309	164,763	171,979
Eigenkapital	49,643	52,094	59,315	67,393	76,805
Rücklagen	43,429	47,388	53,720	61,029	69,602
Anteile Dritter	6,214	4,706	5,595	6,364	7,203
Rückstellungen	7,052	5,508	3,603	3,103	1,807
Verbindlichkeiten	50,277	50,400	50,148	47,425	45,925
Zinstragende Verbindlichkeiten	37,852	38,623	37,123	33,423	31,223
Verbindlichkeiten aus LuL	11,735	9,276	10,259	11,029	11,580
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	0,690	2,501	2,766	2,974	3,122
Sonstige Passiva	35,328	46,242	46,242	46,842	47,442
Summe Passiva	142,300	154,244	159,309	164,763	171,979

Quelle: All for One Steeb AG, BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

All for One Steeb AG

26. Mai 2015

Tabellenanhang - 31/33 -

Kennzahlen	2012/13	2013/14	2014/15e	2015/16e	2016/17e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,46	0,65	1,05	0,98	0,93
EV/EBITDA	5,11	6,91	10,44	9,30	8,48
EV/EBIT	8,21	10,50	15,37	13,60	12,11
P/E berichtet	14,77	16,13	24,61	21,41	18,79
P/E bereinigt	14,77	16,13	24,61	21,41	18,79
PCPS	4,77	7,02	13,67	12,09	11,03
Preis/Buchwert	1,63	2,75	4,50	3,96	3,47
Rentabilitätskennzahlen in %					
Bruttomarge	62,4%	64,0%	64,7%	65,1%	65,6%
EBITDA-Marge	9,0%	9,4%	10,1%	10,5%	11,0%
EBIT-Marge	5,6%	6,2%	6,9%	7,2%	7,7%
Vorsteuermarge	4,7%	5,5%	6,3%	6,7%	7,2%
Nettomarge	2,6%	3,7%	4,1%	4,4%	4,7%
ROE	12,4%	17,2%	19,2%	19,0%	19,0%
ROCE	12,1%	13,5%	15,7%	17,4%	19,5%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	201,2	201,7	208,6	210,5	208,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	5,2	7,5	8,5	9,2	9,9
Anzahl Mitarbeiter	926	1077	1152	1227	1302
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	34,9%	33,8%	37,2%	40,9%	45,0%
Gearing	14,1%	8,2%	0,2%	-13,2%	-23,7%
Dividendenrendite (Stammaktien)	3,4%	2,7%	1,6%	1,8%	2,0%
Cash-Flow Kennzahlen					
Cash Earnings pro Aktie	3,05	3,72	3,55	4,01	4,40
Operativer Cash Flow pro Aktie	2,20	3,17	3,26	3,80	4,31
Free-Cash-Flow pro Aktie	2,37	3,12	2,88	3,30	3,65
Sonstige Kennzahlen					
Abschreibungen/Umsatz	3,4%	3,2%	3,2%	3,3%	3,3%
Capex/Umsatz	1,8%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Working Capital/Umsatz	10,0%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Steuerquote	36%	27%	29%	30%	30%

Quelle: BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw AG), Willich.

Verfasser des vorliegenden Informations-Memorandums: Daniel Großjohann, Analyst

Die biw AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist All for One Steeb AG

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann, Benjamin Ludacka	17.01.2014	Kaufen	€ 25,65
Daniel Großjohann, Benjamin Ludacka	19.02.2014	Neutral	€ 25,65
Daniel Großjohann, Benjamin Ludacka	03.06.2014	Neutral	€ 28,45
Daniel Großjohann, Benjamin Ludacka	18.08.2014	Verkaufen	€ 28,45
Daniel Großjohann, Benjamin Ludacka	18.11.2014	Neutral	€ 30,75

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten textliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

NEUTRAL: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

26.05.2015

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 22.05.2015

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, keine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der biw AG, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2015 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.