

Basisstudie

Analysten:

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

Michael Vara, Tel.: +49 69 - 71 91 838-41, michael.vara@bankm.de

Fair Value € 25,30

Kaufen

Stabiles Geschäft in Krisenzeiten

Nach dem Erreichen eines Rekordergebnisses in 2008 dürfte es SNP angesichts des robusten Geschäftsmodells im SAP-Change-Market gelingen 2009 an das sehr starke Vorjahr anzuknüpfen. Da das Unternehmen mit einer überlegenen Technologie in einem Wachstumsmarkt operiert, sehen wir eine Rückkehr zu jährlichen Wachstumsraten von 25% bereits in 2010. Die nachhaltige Dividende für 2008 von € 1,15 pro Aktie liefert eine Rendite von rund 8% und ist Indiz für die aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik. Daneben sehen wir in der, auch im Vergleich zur Peer Gruppe, günstigen Bewertung (EV/EBIT 09e: 3,5), der intakten Wachstumsperspektive und dem robusten Geschäftsmodell ein starkes Kaufargument.

- Mit einem Umsatz von € 20,7 Mio. (+22,7%) bei einem überproportional gesteigerten EBIT von € 4,4 Mio. (+ 49,3%) hat SNP mit 2008 ein Rekordjahr verbucht. Wir sind zuversichtlich, dass das Umsatzniveau des Vorjahres auch dann erreicht werden kann, wenn die Wirtschaftskrise andauert. Zwar könnte das erste Halbjahr schwach ausfallen, der Auftragsbestand indiziert jedoch eine Erholung im zweiten Halbjahr. Gründe für die Stabilität des Geschäftsmodells sind ein schneller ROI, die frühe Produktlebenszyklusphase und kundenseitig geringen Investitionen (Software). Ein Zusammenhang mit der Entwicklung der SAP-Neulizenzen oder dem Mittelstandsgeschäft besteht zudem nicht.
- Das Geschäftsmodell der SNP ist von der konjunkturellen Krise in deutlich geringerem Maße betroffen als andere IT-Dienstleister im SAP-Umfeld. Der SAP-Change-Market ist - anders als der klassische SAP Markt - ein von konjunkturellen Einflüssen gering betroffener Wachstumsmarkt in einer noch frühen Lebensphase. Das SNP-System hat sich zunehmend im Markt etabliert.
- Der Umsatz dürfte sich in 2009 mindestens stabil entwickeln, auch gehen wir von stabilen Preisen aus. Geringeren Ausbildungskosten stehen gestiegene Vertriebs- und Entwicklungsaufwendungen (Software) gegenüber, daher dürften die Margen unter dem Vorjahreswert liegen.

Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	ber. JÜ	ber. EPS	DPS	EBIT-Marge
2007	16,9	3,42	2,95	3,11	1,56	1,39	1,00	17,5%
2008	20,7	4,89	4,40	4,51	2,98	2,65	1,15	21,3%
2009e	21,0	4,38	3,89	4,02	2,65	2,36	1,15	18,5%
2010e	26,3	5,74	5,12	5,30	3,51	3,12	1,30	19,5%
2011e	32,9	7,34	6,57	6,80	4,51	4,01	1,50	20,0%

Quelle: BankM-Research

Kennzahlen	2009	2010	2011
EV/Umsatz	0,64	0,51	0,41
EV/EBITDA	3,05	2,33	1,82
EV/EBIT	3,44	2,61	2,03
P/E bereinigt	6,0	4,6	3,5
Preis/Buchwert	1,69	1,37	1,08
Preis/FCF	5,04	3,85	3,01
ROE	30%	33%	34%
Dividendenrendite	8,1%	9,2%	10,6%
Anzahl Aktien (Mio. Stück)	1,13		
Market Cap. (€ Mio.)	15,98		
EV (€ Mio.)	13,17		
Free Float	29%		
WKN	720370		
ISIN	DE0007203705		
Bloomberg	SHF:GR		
Branche	Software/IT		
Rechnungslegung	IFRS		
Marktsegment	General Standard		
Geschäftsjahr	31.12.		
Kurs am 02.04.2009 (Xetra-Schlusskurs)	14,20		



SNP AG (Stammaktien, Xetra, schwarz) vs. CDAX (grau)
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 im Zusammenhang mit der Designated Sponsor Tätigkeit 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.

Inhalt

INVESTMENT CASE	3
UNTERNEHMENSPROFIL	4
Geschäftsmodell	5
Historie	8
Technologie/Produkt/Dienstleistung	8
Management	11
Strategie	11
MARKTUMFELD	12
Allgemeine Marktdaten	12
Wettbewerber	15
ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE	16
GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG	16
BILANZSTRUKTUR	18
BEWERTUNG	18
DCF-Modell	18
Peer-Group-Vergleich	19
Bewertungsfazit	20
SWOT-ANALYSE	21
TABELLENANHANG	22
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	25

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

SNP AG

8. April 2009

Investment Case

SNP hat stark vom letzten M&A-Boom profitiert. Gegenwärtig erschweren Kreditkonditionen die Realisierung entsprechender Vorhaben, was sich kurzfristig negativ bemerkbar macht. Sobald den Marktteilnehmern die Finanzierungsmittel wieder bereit stehen, dürfte das Geschäft mit Restrukturierungs- und sonstigen M&A-Aktivitäten an Fahrt gewinnen. Für 2009 erwarten wir eine Vollausslastung der Berater. Hierbei profitiert SNP von der Größe des adressierbaren Marktes und der überlegenen eigenen Methodik im System Landscape Optimization (SLO)-Markt.

SNP profitiert vom Wandel

SNP verfügt im SAP-Change-Market über ein starkes Alleinstellungsmerkmal: Ein automatisiertes softwarebasiertes Verfahren, das den Kunden Vorteile wie hohe Planungssicherheit bezogen auf Zeit- und Budgetkontrolle sowie die Möglichkeit zu unterjährigen Umstellungen bietet. Hierdurch sind Festpreisangebote möglich, die insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten auf große Resonanz stoßen.

Starkes Alleinstellungsmerkmal

Das Wachstumspotenzial ergibt sich aus dem Optimierungs- und Veränderungsbedarf bei SAP-Systemen. Dieser Bedarf steigt mit zunehmender Lebensdauer des Systems. Kurzfristig lassen sich die entsprechenden Projekte, etwa bei Optimierungen der Systemlandschaften zwar verschieben, mittel- bis langfristig ist die Durchführung jedoch unumgänglich.

SAP-Change-Market ist mittelfristig ein dynamischer Wachstumsmarkt

Auch in 2009 bieten sich der SNP Chancen durch das Lizenzgeschäft mit eigener Software. Diese Lösungen adressieren zumeist individuelle Problemstellungen größerer SAP-Bestandskunden und sind preislich im Vergleich zu den Kosten der Anschaffung einer SAP-Lösung gering. Obwohl 2009 auf Grund sinkender IT-Budgets zu reduzierten Ausgaben für Software bzw. zu einer Verschiebung bei der Anschaffung von Software führen dürfte, sehen wir für die Lösungen TDMS (Testdatengenerierung) und Dragoman (Übersetzung von Texten innerhalb der SAP Anwendung) weiter gute Perspektiven.

Chancen durch eigenentwickelte Softwarelösungen

Wir sehen in der Bewertung der SNP ein Nullwachstumsszenario eingepreist. Diese Annahme des Marktes ist sehr konservativ. Wir erwarten für 2009 einen stagnierenden Umsatz, aber eine anschließend eine Rückkehr des Unternehmens zu zweistelligen jährlichen Wachstumsraten. Mit einem 2009er KGV von 6 ist SNP, auch im Vergleich zu Peer Unternehmen, günstig bewertet. Eine gewisse Kursabsicherung bietet die hohe Dividendenrendite, die wir als nachhaltig einstufen.

Günstige Bewertung; Dividendenrendite als Kursabsicherung

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

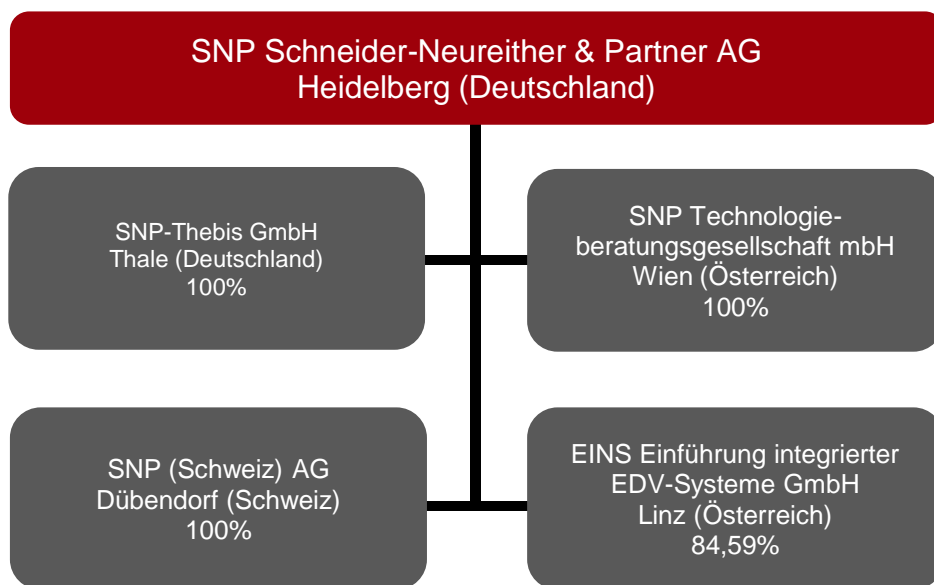
Unternehmensprofil

Spezialist für den SAP-Change-Market

Die Heidelberger SNP AG ist ein auf den SAP-Change-Market spezialisierter IT-Dienstleister und Softwareentwickler. Das klassische SAP-Beratungsgeschäft macht hierbei nur etwa ein Fünftel der Dienstleistungsumsätze aus. Schwerpunkt der operativen Tätigkeit ist die DACH-Region, hier ist das Unternehmen jeweils mit eigenen Standorten vertreten. Kunden sind ausschließlich Großunternehmen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat das Unternehmen seine Umsätze um 22% auf € 20,7 Mio. gesteigert. Das EBIT für 2008 belief sich auf € 4,4 Mio. (+49%). Im Jahresdurchschnitt beschäftigte SNP in 2008 137 Mitarbeiter.

Nachfolgend ist die Organisationsstruktur der SNP AG in Form eines Organigramms dargestellt.

Grafik 01: Organigramm der SNP AG (Stand 01.04.2009)



Quelle: SNP AG

Transparente, klare Konzernstruktur, Mehrheitsanteil an EINS weiter aufgestockt

Die SNP AG verfügt über eine transparente Konzernstruktur. Sämtliche Anteile an den vier Tochtergesellschaften werden direkt durch die Muttergesellschaft gehalten. Mit Ausnahme der EINS GmbH verfügt SNP jeweils über einen 100%igen Anteil an den Tochtergesellschaften. Rückwirkend zum 31.01.2009 wurden weitere 33% an der EINS GmbH übernommen so dass der Anteil der SNP an dem Unternehmen nun bei 84,59% liegt. Der fixe Kaufpreis wurde komplett aus dem laufenden Cash-Flow bezahlt.

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

SNP AG

8. April 2009

Über die Tochtergesellschaften ist SNP in der gesamten DACH-Region mit eigenen Standorten vertreten. 2008 wurden über 90% der Umsätze in diesem Bereich erzielt, größter Einzelmarkt ist Deutschland. In den Jahren 2006 bis 2008 wurde der Umsatz im wichtigsten Markt Deutschland mehr als verdoppelt. Österreich entwickelte sich leicht negativ. Die österreichische Tochter, die einen Schwerpunkt in der klassischen SAP Beratung hat, soll nach der zum 01.02.2009 wirksam gewordenen Anteilsaufstockung jedoch stärker auf den SAP-Change-Market ausgerichtet werden und so besser an den sich bietenden Wachstumsmöglichkeiten partizipieren.

In der Schweiz zeigte SNP in den letzten Jahren Wachstumsraten im zweistelligen Bereich, insgesamt ist der Umsatzanteil der Schweiz mit etwa 3% jedoch gering. Die übrigen Länder (insbesondere Russland) lieferten 2007 erstmals einen Umsatzbeitrag und zeigten seither eine sehr dynamische Entwicklung. Außerhalb der DACH-Region arbeitet SNP mit Partnern zusammen und unterhält keine eigenen Niederlassungen. Auch dort werden die Aufträge in Euro fakturiert. Direkte Wechselkurseinflüsse treten somit lediglich durch das Engagement in der Schweiz auf.

Tabelle 01: Umsatzaufteilung 2006 bis 2008 nach Regionen (in Mio. und %)

	2006		2007		2008	
Deutschland	5,309	51%	11,505	68%	14,370	69%
Österreich	4,672	45%	4,275	25%	4,239	20%
Schweiz	0,399	4%	0,487	3%	0,558	3%
Übrige	0,000	0%	0,616	4%	1,547	7%
Gesamtumsatz	10,380	100%	16,883	100%	20,714	100%

Quelle: SNP AG

Geschäftsmodell

Die Aktivitäten der SNP AG untergliedern sich in die beiden Segmente Software-related Services und Software. Der Bereich Software-related Services war mit einem Umsatzanteil von rund 80% in 2008 das deutlich größere Segment. Es umfasst spezialisierte IT-Dienstleistungen im SAP-Umfeld, insbesondere dem Change-Market. Bei den Software-related Services handelt es sich vor allem um Projektgeschäft mit einem typischerweise leicht schwächeren ersten Quartal. Die übliche Projektdauer (SLO) beträgt drei bis sechs Monate. SNP greift hier im Bedarfsfall zu einem geringen Prozentsatz (bis zu 10%) auch auf speziell qualifizierte freie Mitarbeiter zurück. Das Segment Software bildet eine sinnvolle Ergänzung zu den erbrachten Dienstleistungen; die Softwarelösungen wurden teilweise basierend auf den Erfahrungen aus den Kundenprojekten entwickelt. Das 4. Quartal ist für den Bereich Software typischerweise die mit Abstand umsatzstärkste Periode.

Länder der DACH-Region über Tochtergesellschaften abgedeckt...

...seit 2007 auch Umsatzbeiträge außerhalb der DACH-Region

Segment Software-related Services ein Projektgeschäft mit Alleinstellungsmerkmal, Segment Software mit starkem Schlussquartal

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

Tabelle 02: Umsatzaufteilung 2006 bis 2008 nach Segmenten (in Mio. und %)

	2006		2007		2008	
Software-related services	10,137	98%	14,921	88%	16,570	80%
Software	0,243	2%	1,962	12%	4,144	20%
Gesamt	10,380	100%	16,883	100%	20,714	100%

Quelle: SNP AG

Optimierung und Konsolidierung von SAP-Landschaften bilden den Schwerpunkt

Der Bereich Software-related Services, der mit rund 80% einen Großteil der Umsätze beisteuert, adressiert im Wesentlichen den SAP SHK-Markt (Standardisierung, Harmonisierung und Konsolidierung) bzw. den SAP-Change-Market, beinhaltet aber auch klassisches SAP-Geschäft. Das klassische SAP-Geschäft, das knapp 20% der Umsätze im Bereich Software-related Service Bereich ausmachen dürfte, steht jedoch häufig im engen Bezug zur Tätigkeit im SAP-Change-Market und unterstützt die Akquise von Neuprojekten. Die angebotenen Dienstleistungen sind für SAP-Kunden relevant, die Veränderungsprozessen unterliegen oder ihre SAP-Landschaft optimieren möchten. Innerhalb des Change-Markets grenzt sich SNP zusammen mit SAP über einen softwarebasierten Ansatz gegenüber den anderen Anbietern ab. Im Front-End Bereich müssen bei dieser Methode speziell geschulte Mitarbeiter eingesetzt werden. Diese Spezialisten stellen in Expansionsphasen einen gewissen Engpass dar. Basierend auf dem technologischen Alleinstellungsmerkmal ist es das Ziel des Unternehmens den eigenen Marktanteil im SHK-Markt deutlich auszubauen.

Methode erlaubt hohe Planungssicherheit und Festpreise

Da die SNP-Methode weitestgehend automatisiert ist, besteht eine höhere Planungssicherheit bei der Kostenkalkulation als bei Wettbewerbern. SNP ist damit in der Lage seinen Kunden Festpreise anzubieten. Die Kosten von IT-Projekten überschreiten in der Praxis oft die ursprünglichen Plangrößen, daher ist ein Festpreis von den Kunden durchaus gewünscht. SNP kann sich durch Projekte innerhalb des vorgegebenen Zeit- und Budgetrahmens somit einerseits von den meisten Wettbewerbern abgrenzen und andererseits eine entsprechende Reputation bei den Kunden aufbauen. Preisdruck ergibt sich für SNP hieraus nicht, vielmehr kann das Unternehmen Preisstabilität gewährleisten.

TDMS wichtigster Umsatzträger im Segment Software

Das Segment Software umfasst Entwicklung, Wartung und Vermarktung eigenentwickelter Softwarelösungen. Hier verfügt SNP über verschiedene Lösungen, die SAP-Kunden Erleichterungen bei bestimmten Aufgabenstellungen liefern. Zu nennen sind hier unter anderem das Thema Testdatengenerierung, Compliance oder die Überwachung von Geschäftsprozessen. Die von SNP entwickelte Data Distillery, die der Testdatengenerierung dient, wurde Ende 2007 mit der SAP-Lösung TDMS verschmolzen. Die Lösung wird über SAP weltweit vertrieben. TDMS war 2008 mit einem Anteil von rund 65% der wichtigste Umsatzträger innerhalb des Segmentes Software.

Besonderheit des SNP Geschäftsmodells – weitgehende Unabhängigkeit von Wirtschaftszyklen

Der adressierte SHK-Markt ist, weil Veränderungen in Unternehmen Anpassungen in den SAP-Landschaften nach sich ziehen, weitgehend unabhängig vom konjunkturellen Umfeld. In Phasen konjunktureller Stärke profitiert das Geschäft von M&A-Aktivitäten, während in Schwächephase Kostensenkungsprogramme, Abspaltungen und Restrukturierungen für einen Bedarf sorgen. Projekte zur Optimierung einer bestehenden SAP-Landschaft (SLO-Projekte), gewinnen mit zunehmender Lebensdauer des SAP Systems an

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

SNP AG

8. April 2009

Bedeutung. Auch ein neues Software-Release Seitens der SAP kann ein Treiber sein, wenn der Kunde statt des Standard-Updates die SLO-Methodik zur Migration einsetzt. Die klassische SAP-Beratung bei SNP steht oft in Zusammenhang mit den anderen Dienstleistungen wie z.B. SLO.

Es gibt zwei konjunkturelle Effekte, denen sich auch SNP nicht entziehen kann. 1. Wenn, wie im vierten Kalenderquartal 2008 teilweise zu beobachten, alle Projekte auf den Prüfstand gestellt werden, treffen die damit verbundenen Verzögerungen jeden Dienstleister unabhängig davon, wie notwendig sein Produkt ist. 2. Eine gestiegene Ausfallgefahr bei Forderungen. Historisch spielen bei SNP Forderungsausfälle keine Rolle und auch gegenwärtig deuten sich hier keine Probleme an. Zudem ist die Kundenbasis breit diversifiziert. 2008 verantwortete kein Kunde über 14% der Konzernumsätze und nur zwei Geschäftspartner verzeichneten einen Umsatzanteil von mehr als 6%.

In allen Märkten der DACH Region ist SNP mit eigenen Gesellschaften vertreten. Der Anteil an der EINS GmbH (Österreich) wurde kürzlich auf rund 85% aufgestockt, die Gesellschaft soll zukünftig, entsprechend der Positionierung der anderen Tochtergesellschaften, auf das höhermargige SAP-Change-Market Geschäft ausgerichtet werden. EINS verfügt in Österreich über einen sehr guten Ruf als klassisches SAP-Beratungshaus und über sehr gute Kundenkontakte. Das Osteuropageschäft (Russland) der SNP läuft über den Partner EAE und wird in Euro fakturiert.

Da sich die Kerndienstleistungen der SNP im SAP-Change-Market an einen kleinen Kundenkreis (SAP-Großkunden) richtet, erfolgen die Vertriebsmaßnahmen sehr zielgerichtet. Zu den Aktivitäten zählen Thementage, Hausmessen oder Publikationen in Fachzeitschriften.

**Von Projektstopps
und höheren
Ausfallrisiken sind
alle Dienstleister
getroffen**

Regionale Aufstellung

**Intelligente
Vertriebsmaßnahmen**

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

Historie

Tabelle 03: Unternehmensentwicklung

Zeit	Ereignis
1994	Unternehmensgründung der GmbH durch Petra Neureither und Dr. Andreas Schneider-Neureither
1998	Umwandlung in eine Aktiengesellschaft
1999	Gründung der SNP (Switzerland) AG in Zürich, Implementierung des ersten System Landscape Optimization (SLO) Projektes
2000	IPO
2002	Start des Angebotes "SNP Service & Support"
2003	Erwerb eines Mehrheitsanteils an der EINS GmbH; Markteinführung der SNP Realtime Business Manager (RBM)-Software
2004	Listing im General Standard der Börse Frankfurt; Fokussierung auf die Bereiche SLO sowie Service & Support
2005	Entwicklung der Data Distillery
2006	Akquisition eines Mehrheitsanteils an der THEBIS GmbH, Produkteinführungen von SNP Client Carrier und SNP Base Builder
2007	Vollständiger Erwerb der THEBIS GmbH; Entwicklung des Compliance Cop, Integration der SNP Data Distillery in die SAP-Lösung TDMS
2009	SNP erhöht den Anteil an der österreichischen Tochter EINS GmbH auf rund 85% (zuvor knapp 52%)

Quelle: SNP AG/BankM

Technologie/Produkte/Dienstleistungen

Spezialisierte Dienstleistungen im SAP-Umfeld ...

Im Bereich Software-related Services deckt SNP drei Felder ab, die klassische SAP-Beratung, das SAP-Change Management sowie Service und Support. Innerhalb der Projekte kombiniert SNP Dienstleistungen mit eigenentwickelten Softwarelösungen, um über die automatisierte Bearbeitung wiederkehrender Arbeitsvorgänge eine gewisse Skalierbarkeit zu erreichen.

... Alleinstellung im SAP-Change-Market

Während die klassische SAP-Beratung ein „Me-too-Business“ mit zahlreichen Wettbewerbern ist, nimmt SNP im Change-Market bzw. dem SHK-Markt (Standardisierung, Harmonisierung und Konsolidierung) zusammen mit SAP auf Grund eines neuartigen softwaregestützten Verfahrens zur Datenmigration eine Sonderstellung ein. SNP-Kunde ThyssenKrupp nutzte seit 2001 verschiedene Dienstleistungen aus dem Dienstleistungsportfolio der SNP (wie z.B. den auf der SLO-Methodik basierenden Release-Wechsel). Die nachfolgende Grafik liefert eine Übersicht über einige charakteristische Referenzen im Bereich IT-Dienstleistungen, kategorisiert nach der jeweiligen Projektart.

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

SNP AG

8. April 2009

Tabelle 04: Ausgewählte Referenzen nach Dienstleistungskategorie

Projektkategorie	Referenzen (Auswahl)
Geschäftsaufspaltungen	Fresenius Netcare; Lorenz/Bahlsen; Gazprom
Restrukturierungen	Voith AG; L'Óreal Deutschland
Mergers & Acquisitions	Bitburger Brauerei; Klinikum Stuttgart; Linde Gas AG
Service & Support	Bundesrechenzentrum Österreich; Sanofi Aventis

Quelle: SNP AG

Projekte im Bereich Restrukturierungen, Übernahmen und Zusammenschlüsse die mit der SNP-Methodik bearbeitet werden, gehen über eine reine Übertragung der Systeme auf die neue Unternehmensstruktur hinaus. Hier bietet sich die Gelegenheit die eigene SAP-Landschaft zu optimieren. Dabei werden Systeme konsolidiert, Datenbestände harmonisiert und Standardisierungen von Prozessen vorgenommen. Mit der SNP SLO-Methode (SLO=System Landscape Optimization) kommt es, anders als bei den klassischen Migrationsverfahren, kaum zu Einschränkungen in den täglichen Abläufen der Nutzer. Die Optimierung von Systemlandschaften kann selbstverständlich auch unabhängig von tiefgreifenden Veränderungen wie Unternehmenszusammenschlüssen durchgeführt werden. Die klassischen Migrationsverfahren die von den meisten Wettbewerbern genutzt werden sind zumeist arbeits- und zeitaufwendiger. Zudem sind der tatsächliche Projektaufwand und damit die Kosten für den Kunden auf Grund fehlender Automatisierung schwerer zu prognostizieren. Lediglich SAP verfügt über einen mit der SNP-Methodik vergleichbaren Ansatz, betrachtet das Dienstleistungsgeschäft jedoch nicht als Kerngeschäftsbereich.

**Optimierung und
Zusammenführung
von SAP-
Landschaften**

Die Softwarelösungen adressieren die Bereiche „Generierung von SAP-Testdaten“ (Data Distillery/TDMS), „Übersetzung von SAP-Customizing-Texten in beliebige Zielsprachen“ (Dragoman), „Compliance“ (Compliance Cop) oder „Überwachung von Geschäftsprozessen über Kennzahlen“ (Realtime Business Manager) und sind eine Ergänzung zu den angebotenen Dienstleistungen. Da die eigenentwickelte Data Distillery mit der SAP-Lösung TDMS verschmolzen wurde, profitiert SNP bei diesem Produkt von der Vertriebskraft der SAP. Eine Übersicht und Beschreibung der Lizenzsoftware der SNP findet sich nachstehend in Tabelle 05.

**Software bildet
Ergänzung zu den
angebotenen
Dienstleistungen**

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

Tabelle 05: Übersicht über eigenentwickelte Lizenz-Software von SNP

	Anwendungsbereich	Kundengruppe
Compliance Cop	Prüft Benutzerstammsätze und Profile in den SAP-Systemen bezüglich kritischer Berechtigungen	SAP-Kunden
Realtime Business Manager	Überwachung, Steuerung und Verbesserung von Geschäftsvorgängen	Richtet sich potenziell an alle Unternehmen ab einer bestimmten Größenordnung
Dragoman	Übersetzen von Customizingtexten in jede beliebige Sprache	SAP-Kunden, die in verschiedenen Ländern aktiv sind und eigenentwickelte Anwendungen in die jeweilige Landessprache übertragen müssen, um die Nutzung zu erleichtern/ermöglichen
TDMS/ Data Distillery	Generierung von (anonymisierten) Testdaten	SAP-Kunden, die Testdaten generieren müssen, um Veränderungen der IT-Strukturen testen zu können ohne die Produktivsysteme zu beeinträchtigen

Quelle: SNP

Verschmelzung mit TDMS stärkte die Reichweite der Data Distillery Lösung erheblich.

Von den vier aufgeführten von der SNP entwickelten Softwarelizenzen sorgt die Data Distillery, die Ende 2007 mit der SAP-Lösung SAP TDMS verschmolzen wurde und durch SAP vertrieben wird, für die höchsten Umsatzbeiträge. Vorteile der TDMS Lösung sind die Reduktion der Infrastrukturkosten, da Produktivsysteme nicht mehr gespiegelt werden müssen, sowie die damit verbundene Zeitersparnis. Hinzu kommt ein Kostenersparnis, weil es TDMS den Kunden durch die einfache Nutzbarkeit den Kunden ermöglicht, bei der Testdatengenerierung auf externe Dienstleister zu verzichten.

Krisenanfälligkeit des SNP Softwaregeschäftes ist geringer als im SAP-Neulizenzgeschäft.

Wir erwarten, dass die gegenwärtige Wirtschaftskrise den Absatz der TDMS-Lösung nicht so stark betreffen wird wie beispielsweise den Absatz von SAP-Neulizenzen. Dies liegt daran, dass die Anschaffungskosten für die TDMS-Lizenz von rund € 40.000 in Relation zu denen eines SAP-Systems gering sind. Zudem hilft die Lösung bei der einfachen Generierung von Testdaten, dies ist prinzipiell für alle SAP-Bestandskunden von Bedeutung, die Veränderungen an ihrem SAP-Produktivsystem planen und im Vorfeld entsprechende Tests durchführen müssen.

Intern genutzte Software unterstützt die spezialisierten IT-Dienstleistungen

Daneben gibt es mit der Technical Conversion Workbench (TCW) und dem Client Carrier Softwarelösungen für den internen Gebrauch, die das Unternehmen bei den zu erbringenden Dienstleistungen unterstützen. Der Client Carrier ist das Herzstück der System Landscape Optimization-Methode der SNP. Bei einem Upgrade bzw. Release-Wechsel sorgt das Programm dafür, dass auch bei sehr großen SAP-Systemen ein Upgrade schnell sicher und nahezu ohne Systemausfallzeit ausgeführt werden kann. Herkömmliche SAP-Upgrade-

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

SNP AG

8. April 2009

Verfahren verursachen dagegen in der Regel Stillstände zwischen einem und drei Tagen. Die Technical Conversion Workbench (TCW) generiert automatisch Konvertierungsprogramme zum Konvertieren von Daten innerhalb eines SAP-Systems. Behandelt werden nur die für eine Systemoptimierung relevanten Datenänderungen. Betroffen hiervon sind Stamm- und Bewegungsdaten, sowie Änderungsbelege.

Management

Der Vorstand der SNP besteht aus den Gründern Frau Neureither und Herrn Dr. Schneider-Neureither, die zusammen direkt und indirekt über rund 71% der ausstehenden Aktien verfügen. Der Diplom-Physiker Herr Dr. Schneider-Neureither (Jahrgang 1964) verantwortet als CEO die Bereiche Vertrieb, Beratung, Marketing, Partner-Management und strategische Entwicklungsprojekte. Die Diplom-Volkswirtin Frau Neureither (Jahrgang 1967) verantwortet als CFO die Bereiche Finanzen, Personal, Administration und Investor Relations.

Der Aufsichtsrat besteht aus den Vorsitzenden Herrn Dieter Matheis, sowie Herrn Martin Boll und Herrn Rainer Kaiser. Alle Aufsichtsratsmitglieder verfügen über einen ausgeprägten SAP-Hintergrund. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dieter Matheis war CFO der SAP AG und gehört dem Aufsichtsrat der SNP bereits seit 2002 an. Herr Boll, seit 2004 Mitglied des SNP-Aufsichtsrates, war Manager bei der SAP-Tochter Steeb Anwendungssysteme GmbH. Herr Rainer Kaiser gehört dem SNP Aufsichtsrat seit 2007 an und war zuvor Head of Sales für die Region Deutschland bei der SAP AG. Die Bestellungen aller SNP-Aufsichtsräte laufen bis Mai 2012.

Strategie

Bezogen auf das eigene Leistungsportfolio setzt SNP auf Produktisierungen. Unter Produktisierung ist der Ansatz zu verstehen wiederkehrende Beratungsleistungen in Produkten abzubilden, die eine direkte Nutzung durch interne IT-Mitarbeiter der SAP-Kunden ermöglichen. Hierdurch werden auch eigene Berater von wiederkehrenden und zeitaufwendigen Tätigkeiten entlastet, die Projektdauer ist besser abzuschätzen und eine gewisse Skalierung wird möglich. Für den Kunden kann so der Projekterfolg garantiert werden und eine sehr hohe Ergebnisqualität sichergestellt werden. Diese Vorteile führen gleichzeitig zu einem attraktiven Margenniveau.

Anders als die meisten Wettbewerber kann SNP seinen Kunden Festpreisprojekte anbieten. Bedingt durch die Automatisierung des Prozesses lässt sich der mit dem Projekt verbundene Aufwand gut ermitteln. Kunden die hohen Wert auf ein klares Investitionsbudget legen, können ein Festpreisangebot wählen und eventuelle Risiken wie unerwarteten Mehraufwand auf den Dienstleister abwälzen.

SNP hat es in den vergangenen Jahren geschafft den Softwareanteil auf mittlerweile rund 20% auszubauen. Der Verkauf von Softwarelizenzen für das SAP-Umfeld bietet die Möglichkeit eine Skalierung zu erreichen, die im Bereich

Besetzung des Aufsichtsrates dokumentiert gute Beziehungen zur SAP AG

Produktisierung als Schlüssel zur Skalierbarkeit.

Festpreisprojekte finden in Krisenzeiten großes Interesse bei Kunden.

Ausbau des Softwareanteils

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

der IT-Dienstleistungen nicht möglich ist. Auch zukünftig wird SNP in die Entwicklungen weiterer Lösungen mit der Zielgruppe SAP-Großkunden investieren.

Reduziertes Risiko außerhalb der DACH-Region

Die meisten Umsätze erzielt SNP in der DACH-Region. Umsätze außerhalb der DACH-Region werden in Euro abgerechnet, so dass Währungsrisiken nur gegenüber dem Franken bestehen. Umsätze im Nicht-DACH Ausland ergeben sich aus dem weltweiten Vertrieb der TDMS Lösung durch SAP und das Russland bzw. Osteuropageschäft, das SNP zusammen mit dem Partner EAE bearbeitet.

Zielgruppengenaue Marketingmaßnahmen

Marketing-Maßnahmen für die eigenen Dienstleistungen setzt SNP sehr zielgerichtet ein. Neben Thementagen und Hausmessen werden auch Publikationen in Fachzeitschriften genutzt, um die eigene Zielgruppe der SAP-Großkunden zu erreichen. Wir schätzen das Marketingbudget für 2009 auf knapp € 0,9 Mio.

Vision: SNP Change Lösung als weltweiten Standard für SAP-Großkunden etablieren

Ziel der SNP ist es, den Kunden eine weitgehende Flexibilität bezogen auf notwendige Veränderungen ihrer SAP Landschaft zu bieten. Diese Veränderungen werden so schnell und kosteneffizient wie möglich durchgeführt – bei höchsten Standards bezogen auf die Zuverlässigkeit. Die SNP-Change-Lösung weist hierbei signifikante Vorteile gegenüber dem klassischen Vorgehen auf. Hierzu zählt vor allem die sichere Optimierung und Konsolidierung von SAP-Systemen, die die Produktivsysteme des Kunden kaum beeinträchtigt (near-zero-downtime). Im wachsenden SAP-Change-Markt hat das Unternehmen auf Grund seiner überlegenen Methodik überdurchschnittlich gute Wachstumsmöglichkeiten. Bezogen auf Vertriebskraft und Marktpräsenz ist SNP den großen Anbietern mit klassischer Vorgehensweise jedoch noch unterlegen. Die Vision des Unternehmens ist es die SNP Change Software als weltweiten Marktstandard zu etablieren.

Marktumfeld

Allgemeine Marktdaten

IT/Software

Das Marktwachstum des deutschen IT-Sektors liegt 2009 nach Schätzungen des Branchenverbandes bei 1,5% (Marktvolumen 2009: € 67,3 Mrd.). Gemäß der Dezemberschätzung des Branchenverbandes BITKOM ist bezogen auf den deutschen IT-Dienstleistungsmarkt mit einem Wachstum von 3,7% auf € 33,7 Mrd. zu rechnen, während der Bereich Software um 2% auf € 14,7 Mrd. zulegen soll. Beide Schätzungen liegen bereits deutlich unter den im Herbst 2008 kommunizierten Werten und es bestehen ernste Befürchtungen, dass auch diese Schätzungen noch zu optimistisch sein könnten. Anfang April vermeldete das Marktforschungsinstitut Gartner eine Prognose von minus 3,8% für 2009, ein Wert der deutlich unter dem des bisher schwersten Jahres für die IT-Branche (2002: - 2,1%) liegt.

Allgemeine Konjunkturschwäche trifft IT-Sektor

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

SNP AG

8. April 2009

Tabelle 06: Entwicklung der Sektoren des ITK-Marktes

Marktsegment	2005	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz Software (in € Mrd.)	12,5	13,2	13,9	14,5	14,7
Wachstum ggü. Vorjahr	-	5,0%	5,4%	4,2%	2,0%
Umsatz IT-Services (in € Mrd.)	27,2	28,6	30,8	32,5	33,7
Wachstum ggü. Vorjahr	-	4,8%	7,8%	5,7%	3,7%
Umsatz IT-Hardware (in € Mrd.)	19,6	19,1	19,2	19,2	18,8
Wachstum ggü. Vorjahr	-	-2,5%	0,7%	0,0%	-2,4%
Gesamtumsatz IT-Markt (in € Mrd.)	59,4	60,8	63,9	66,2	67,3
Wachstum ggü. Vorjahr	-	2,4%	5,0%	3,7%	1,5%

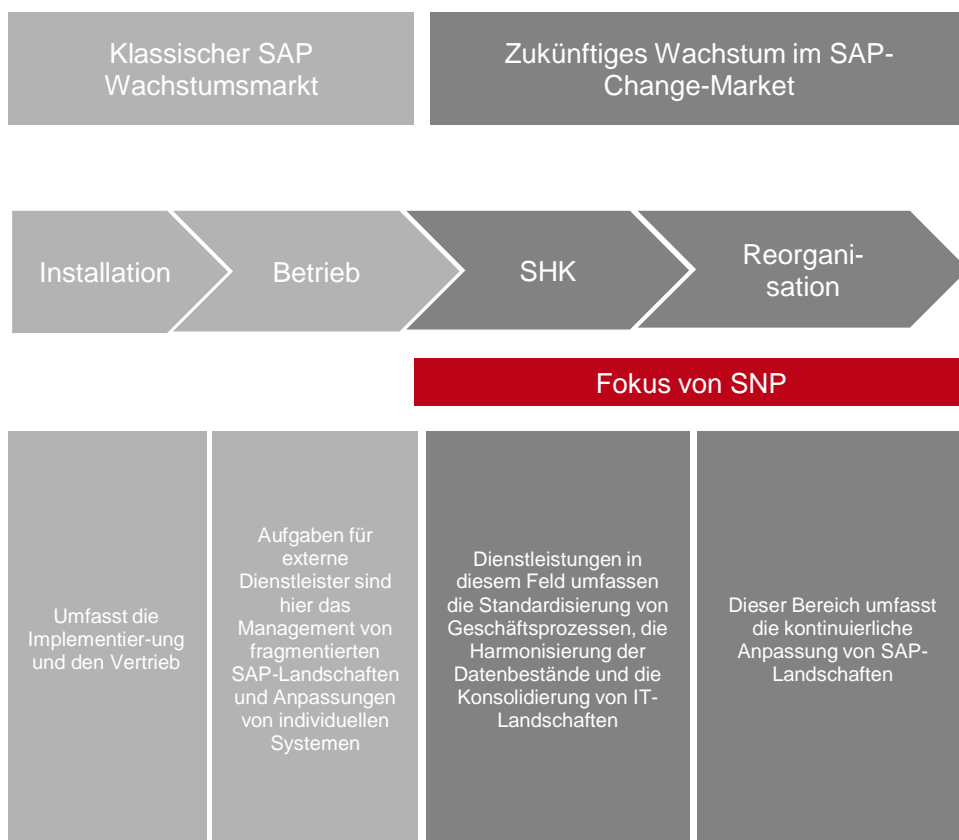
Quelle: BITKOM (12/2008)

Die Felder des historischen (SAP) ERP-Wachstumsmarktes (ERP = Enterprise Resource Planning) sind der Vertrieb und die Implementierung entsprechender Lösungen, sowie der Betrieb dieser Lösungen. Im Rahmen des Betriebes werden auch Anpassungen bei einzelnen individuellen SAP-Systemen vorgenommen. Die Koexistenz verschiedener SAP-Systeme nimmt über den Zeitraum zumeist deutlich zu und führt zu einer hohen Komplexität des Gesamtsystems und zu Ineffizienzen. Zukünftig werden daher die Standardisierung von Prozessen und die Konsolidierung von IT-Landschaften, die geeignet sind die Komplexität zu reduzieren, an Bedeutung gewinnen. Die Harmonisierung von Datenbeständen trägt dazu bei die Effizienz zu steigern und Redundanzen zu eliminieren. Im Rahmen von operativen Reorganisationen müssen die neuen Strukturen auch in der IT abgebildet werden. Die kontinuierliche Anpassung von SAP-Landschaften an das sich wandelnde Unternehmen ist daher ein Wachstumsmarkt, der im Fokus der SNP steht.

Der SAP-Change-Market ist ein kommender Wachstumsmarkt innerhalb des ERP-Lebenszyklus

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

Grafik 02: „Der SAP ERP-Lebenszyklus“



Quelle: SNP AG, Boston Consulting Group (BCG)

SAP-Change-Market mit Potenzial und hohen Markteintrittsbarrieren

Vergleicht man den klassischen Wachstumsmarkt ERP (hellgrau) mit dem SAP-Change-Market (grau), so fällt vor allem die Wettbewerbssituation als Unterscheidungskriterium auf. Der Bereich Installationen sieht sich auf Grund von Outsourcingmöglichkeiten in Niedriglohnländer starkem Preisdruck ausgesetzt, der Bereich Betrieb ist ebenfalls ein wettbewerbsintensives „Me-too“ Business. Positiv hervorzuheben beim Betrieb von SAP-Systemen ist die Stabilität und Planbarkeit des Arbeitseinsatzes. Während Implementierungs-Know-how und technisches Know-how für den Betrieb und bei der Installation zusätzlich Prozess-Know-how notwendige Voraussetzung sind, benötigen die Dienstleister des Change Marktes zusätzlich zu dieser Basis noch ein strategisches Verständnis. Dementsprechend hoch sind die Markteintrittsbarrieren. Wachstumspotenzial gewinnt der Change-Market dadurch, dass mit steigender Systemlebensdauer Komplexitäten zunehmen und der Kundennutzen von Standardisierungen und Konsolidierungen somit ebenfalls wächst.

SHK-Marktvolumen bei über US-\$ 30 Mrd.

Der weltweite historische ERP-Markt, also exklusive des Bereichs SHK, umfasste 2006 ein Volumen von etwa US-\$ 30 Mrd. Hiervon entfielen knapp über die Hälfte auf externe Dienstleister und Software. Der SHK-Markt in 2006, also die Aufwendungen der SAP-Kunden für Standardisierung, Harmonisierung und Konsolidierung, überstieg 2006 sogar ein Volumen von US-\$ 30 Mrd. Etwa US-\$ 20 Mrd. bis US-\$ 25 Mrd. davon entfielen jedoch auf interne Angestellte, waren also bisher durch externe Anbieter nicht adressierbar. Der von SNP potenziell

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

SNP AG

8. April 2009

erreichbare Marktbereich für „externe Dienstleister“ (Volumen 2006: US-\$ 10 Mrd. bis US-\$ 12 Mrd.) und „Software“ (Marktvolumen 2006: US-\$ 0,1 Mrd. bis US-\$ 0,3 Mrd.) wird in den kommenden Jahren jedoch schneller wachsen als der interne Bereich.

Die Anzahl der relevanten SAP-Kunden beläuft sich auf etwa 20.000 Unternehmen. Hiervon könnten etwa 12.000 von SNP potenziell adressiert werden.

Insbesondere der Bereich „Software“ wird die Rolle eines Wachstumstreibers einnehmen. Die (teilweise) Automatisierung der SHK-Projekte, wie SNP und SAP sie über intern genutzte Softwarelösungen realisieren, wird dabei traditionelle Vorgehensweisen substituieren. Die Vorteile der SNP-Methodik für den Kunden sind die deutlich schnellere Umsetzung („near zero downtime“), durch Automatisierung gut kalkulierbare Projektkosten sowie eine Unabhängigkeit vom Bilanzstichtag. Die Zusammenführung von Datenbeständen nach der SNP-Methodik ist im Gegensatz zum traditionellen Vorgehen auch unterjährig möglich. Die SNP Data Distillery, die mit der SAP TDMS Lösung verschmolzen ist und über SAP vertrieben wird, richtet sich an SAP-Bestandskunden. Vor Umstellungen in der IT-Struktur benötigen die Kunden beispielsweise Testdaten, um Veränderungen prüfen zu können, ohne das Produktivsystem zu beeinträchtigen.

Gegenwärtig erweist es sich auch als Vorteil, dass der SHK-Markt weitgehend unkorreliert zum gegenwärtigen Neulizenzgeschäft der SAP ist. Der Bedarf nach SHK-Dienstleistungen wächst mit der Lebensdauer der SAP-Systeme, da im Laufe der Zeit an den Systemen vorgenommenen Veränderungen und Erweiterungen die Komplexität des Gesamtsystems deutlich erhöhen. Zielgruppe der SNP sind daher in erster Linie große SAP-Bestandskunden. Neben der Optimierung (SLO) die die Effizienz der Systeme steigert, sind Geschäftsveränderungen (Restrukturierungen, Abspaltungen und Zusammenschlüsse) häufige Anlässe bei denen Unternehmen auf die Dienste der SNP zurückgreifen. Diese Geschäftsvorfälle stehen ebenfalls nicht im Zusammenhang mit dem Verkauf von Neulizenzen. Restrukturierungen und Abspaltungen treten besonders in wirtschaftlich schwachen Phasen gehäuft auf, während die M&A-Aktivitäten in dieser Zeit zurückgefahren werden. SNP ist somit der konjunkturellen Entwicklung deutlich weniger ausgesetzt als SAP-Systemhäuser bei denen die Implementierung von Neusystemen im Zentrum der Geschäftstätigkeit steht.

Wettbewerber

Im Change Management verfügt SNP über eine sehr gute Wettbewerbspositionierung, weil das Unternehmen, abgesehen von SAP selbst, als einziges einen neuen softwarebasierten Ansatz wählt. Durch diesen Ansatz kann ein höherer Kundennutzen erreicht werden als durch das traditionelle Vorgehen, das die zahlreichen Wettbewerber nutzen. Anbieter, die den klassischen Ansatz wählen sind oft große Beratungsunternehmen wie Accenture, Bearing Point oder Atos Origin.

**Substitution
herkömmlicher
Vorgehensweisen
durch software-
basierten Ansatz**

**Produkte des SHK-
Marktes nicht direkt
vom SAP-Neulizenz-
geschäft abhängig**

**Change Management:
SNP mit besserem
Leistungsangebot als
die meisten
Wettbewerber**

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

Auch bei Service & Support sowie dem klassischen Consulting ist SNP vertreten.

Im Bereich des klassischen SAP-Consultings sind zahlreiche SAP-Servicepartner aktiv. Hierbei handelt es sich um ein klassisches „Me-too“-Business, das kaum Möglichkeiten der Differenzierung bietet. Dementsprechend findet hier oft ein Preiswettbewerb statt, der zu den geringen Margen im Bereich des klassischen Consultings führt. Im Geschäftsfeld Service und Support ist der Wettbewerb geringer als bei der klassischen Beratung, da hier ein breiteres Know-how aufgebaut werden muss. Wettbewerber im Bereich Service und Support sind neben SAP selbst auch börsennotierte Unternehmen wie itelligence oder Realtech.

Ertrags- und Vermögenslage

Anwendung der IFRS

Als im General Standard notiertes Unternehmen bucht SNP nach den Vorschriften der „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) und berichtet halbjährlich. Quartalszahlen werden in Form von umfangreichen Zwischenmitteilungen kommuniziert.

Klare Konzernstruktur

SNP verfügt über eine klare Konzernstruktur. Mit Ausnahme der österreichischen Tochter EINS GmbH (Anteil 84,59%) besitzt SNP bei allen Tochtergesellschaften 100% der Anteile.

Dividendenrendite bei über 8%

Der Dividendenvorschlag an die Hauptversammlung (am 12.05.2009 in Heidelberg) sieht eine Dividende von € 1,15 für das Geschäftsjahr 2008 vor. Dies entspricht einer Dividendenrendite von 8%. Die Ausschüttungsquote liegt damit bei rund 43%

Gewinn- und Verlustrechnung

Verhaltener Start in 2009 mit nur geringer Aussagekraft

Der Start ins Jahr 2009 verlief noch schwach, da sich Konjunkturreffekte aus Q4 2008 fortsetzten. Es zeigen sich aber Anzeichen einer Verbesserung die sich unseres Erachtens im Gesamtjahr fortsetzen dürfte und zu einem Umsatz auf Vorjahresniveau führen wird. Unsicherheitsfaktor bezüglich Umsatz und vor allem Margen sind die TDMS-Verkäufe, die sich gegenwärtig gut entwickeln, deren Vertrieb jedoch in den Händen von SAP liegt.

Höherer Auftragsbestand als vor einem Jahr

Der Auftragsbestand, Stichtag ist der März des Bezugsjahres, lag in 2009 mit € 9,448 Mio. sogar über dem guten Vorjahreswert von € 8,862 Mio. Erfasst wird der Auftragsbestand durch SNP erst dann, wenn in den Augen des Unternehmens ein rechtswirksamer Vertrag vorliegt. Ausgewiesen durch den Auftragsbestand werden jeweils die in den zwölf Monaten nach Erhebungsstichtag zu erbringenden Leistungen. Wir stufen den Auftragsbestand als qualitativ hochwertig ein. Die Zahlungsfähigkeit der Kunden (zumeist Großunternehmen) ist hoch, bisher kam es bei SNP zu keinen Zahlungsausfällen. Die Gefahr von Projektverschiebungen besteht zwar weiter, ist aber geringer als in der ersten panikartigen Phase der Finanzkrise im 4. Kalenderquartal 2008.

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

SNP AG

8. April 2009

Wir rechnen damit, dass der Umsatz des Segments Software-related Services in 2009 um 5% wachsen wird. Hintergrund dieser Erwartung ist auch der moderat gestiegene Auftragsbestand (+6,6%). Wir rechnen mit einem verhaltenen ersten Quartal sehen aber Wachstum im zweiten Halbjahr. Dieses wird von Restrukturierungen und den dadurch notwendigen Anpassungen der SAP-Landschaft getrieben werden. Im ersten Halbjahr dürfte hingegen noch die Kreditklemme Transaktionen hemmen. Etwa 35% der 2008er Umsätze standen in Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, dieser Anteil könnte 2009 bedingt durch die erschwerten Finanzierungsmöglichkeiten sinken, während der Anteil auf Restrukturierungen basierender Umsätze zunehmen dürfte. 2010 und 2011 sehen wir SNP zurück auf dem langfristigen Wachstumspfad und gehen von rund 20%igem Wachstum des Segmentes Software-related Services aus.

Im Segment Software ist die Visibilität der Umsätze geringer geworden. Obwohl beim Absatz der Software kein direkter Zusammenhang mit dem volatilen SAP-Neugeschäft besteht und die Anschaffungskosten in Relation zu den Kosten einer ERP-Lösung sehr gering sind, gehen wir von einem rund 12,5%-igen Rückgang der Softwareumsätze aus. Kunden, die in 2009 IT-Budgets kürzen, werden auch sinnvolle Anschaffungen teilweise herausgeschoben. Entscheidend für den Erfolg des Softwaregeschäftes ist typischerweise das 4. Quartal.

Bezogen auf die Margenniveaus der Segmente erwarten wir jeweils ein Absinken der Rekordmargen aus 2008. Im Segment Software dürfte die EBIT-Marge (08: 59%) von Forschungs- und Entwicklungsaufwand belastet werden und auf rund 55% sinken. Für das Segment Software-related Services, das 2008 eine 11,8%ige EBIT-Marge erwirtschaftete erwarten wir ein Absinken auf 11%. Dies ist bedingt durch den Anteil des klassischen SAP-Geschäftes, der SNP zwar nur als Türöffner dient, als Me-too-Business im Markt jedoch weiter unter Druck kommen dürfte. Zudem ist der Personalbestand in 2008 ausgebaut worden. Der von uns erwartete 5%ige Umsatzanstieg bei den Software-related Services in 2009 dürfte daher mit einem leicht überproportionalen Personalkostenanstieg einhergehen. Positiv auf die Marge wirkt, dass die Ausbildungskosten für neue Mitarbeiter entsprechend gesunken sind. Das Marketingbudget der SNP AG dürfte sich als Teil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen nach unseren Schätzungen in 2009 auf knapp € 0,9 Mio. belaufen und damit bedingt durch neue Marketingmöglichkeiten wie Thementage etwa € 0,2 Mio. über dem Vorjahreswert liegen. Kurzfristig dürfte dies die Marge entsprechend belasten.

Der Ausbau der Beteiligung an der österreichischen Tochtergesellschaft EINS um 33%-Punkte auf nunmehr knapp 85% wird sich positiv auf das Nettoergebnis auswirken. In 2008 wurden € 40.573,50 an Minderheiten abgeführt. Da EINS die einzige Tochter ist, bei der SNP einen Anteil von unter 100% hält, schätzen wir den Ergebniseffekt aus der Anteilsübernahme annualisiert auf knapp € 30.000.

Im Geschäftsjahr 2008 fielen Forschungs- und Entwicklungskosten in Höhe von € 1,67 Mio. (Vj.: € 1,04 Mio.) an. Da eine Abgrenzung zwischen Forschungs- und Entwicklungskosten schwierig ist, werden diese vollständig gemäß IAS 38 sofort als Aufwand erfasst.

Immaterielle Vermögensgegenstände werden je nach Nutzungsdauer abgeschrieben. Die Nutzungsdauer liegt zwischen drei bis zehn Jahren. Geplante

2009 nur leichtes Umsatzwachstum bei Software-related Services ...

...und Umsatzrückgang bei Softwareverkäufen in 2009

Rekordmargen aus 2008 dürften nicht zu halten sein

Übernahme weiterer EINS Anteile mit positivem Effekt auf das Nettoergebnis

F&E-Kosten werden sofort als Aufwand gebucht

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

Restnutzungsdauern werden mindestens zum Ende des Geschäftsjahres erneut geprüft. Das Sachanlagevermögen umfasst im Wesentlichen die Büroeinrichtung, den Fuhrpark sowie PCs und wird linear über die wirtschaftliche Nutzungsdauer (drei bis 13 Jahre) abgeschrieben. Getätigte Investitionen in den Fuhrpark dürften die jährlichen Abschreibungen erhöhen, dies wird von wegfallenden Leasingkosten (Teil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen) im Ergebnis aber mehr als kompensiert.

Bilanzstruktur

Forderungen werthaltig, typischerweise nur geringe Wertberichtigungen

Der Forderungsbestand zum 31.12.2008 von € 5,3 Mio. bestand zu einem Großteil aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (i.H.v. € 5,1 Mio.) und zu geringerem Umfang aus Forderungen aus Festpreisprojekten (POC). Die Wertberichtigungen in 2008 beliefen sich auf lediglich € 35.000 und lagen somit noch unter dem Vorjahreswert (von € 49.000). Auch zukünftig dürften Wertberichtigungen auf Forderungen gering ausfallen, da SNP überwiegend Großkonzerne zu seinen Kunden zählt.

Kein Abschreibungsbedarf bei Firmenwert

Die ausgewiesene Geschäfts- und Firmenwerte in Höhe von € 1,993 Mio. sind dem Segment Software-related Services zugeordnet und resultieren aus dem Erwerb von Anteilen der SNP-Thebis GmbH im November 2007. Wir sehen hier keinen Abschreibungsbedarf.

Nahezu frei von Finanzverbindlichkeiten

Zum Jahresstichtag wies SNP kaum Finanzverbindlichkeiten auf. Bei den kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten in Höhe von € 0,196 Mio. handelt es sich um eine ausstehende variable Kaufpreiszahlung für 2008, die seit dem Thebis Kauf in 2006 bestand. Diese Zahlung sollte zwischenzeitlich geflossen sein, so dass SNP mittlerweile frei von Finanzverbindlichkeiten sein dürfte.

Eigenkapitalquote bei rund 60%

SNP wies zum Jahresstichtag eine sehr solide Eigenkapitalquote von rund 60% auf. Dies stellt eine deutliche Erhöhung gegenüber 2007 (rund 49%) dar.

Bewertung

DCF-Modell

Bei der Bewertung der SNP sind wir für 2009 nur von einem sehr geringen Wachstum (1,5%) ausgegangen. Bezogen auf das EBIT-Margenniveau erwarten wir in 2009 ein Absinken auf 18,5% (2008: 21,3%) und anschließend eine leichte Erholung in den Jahren 2010 und 2011. Das Beta sehen wir bei 1,7, da es sich bei SNP um ein kleines Unternehmen mit nur geringem Streubesitz handelt.

SNP AG

8. April 2009

Der risikolose Zins liegt bei 5%, der für SNP relevante Zins-Spread bei 100 Basispunkten (1%). Die Risikoprämie sehen wir bei 5%. Auf Basis der Kapitalstruktur zum Ende des Geschäftsjahres 2008 ergibt sich somit ein WACC von 10,5%. Als langfristige Wachstumsrate (ab 2018) haben wir 1% gewählt.

WACC von 10,5%

Tabelle 07: FCF-Bewertung

	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	21,025	26,281	32,851	36,136	39,750	43,725	45,911	48,207	50,617	53,148
EBITDA	4,383	5,741	7,341	8,075	8,237	8,648	9,081	9,535	10,012	10,212
EBITDA-Marge	20,8%	21,8%	22,3%	22,3%	20,7%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,2%
EBIT	3,890	5,125	6,570	7,227	7,372	7,740	8,127	8,534	8,960	9,050
EBIT-Marge	18,5%	19,5%	20,0%	20,0%	18,5%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,0%
Steuern	1,285	1,694	1,971	2,168	2,212	2,322	2,438	2,560	2,688	2,715
+ Abschreibungen	0,493	0,617	0,771	0,848	0,865	0,908	0,953	1,001	1,051	1,162
- Investitionen	1,068	1,335	0,963	1,060	1,081	1,135	1,192	1,251	1,314	1,452
- Veränderung Working Capital	0,021	0,362	0,434	0,521	0,573	0,630	0,693	0,762	0,839	0,922
Operativer Cash flow	2,008	2,351	3,973	4,326	4,371	4,561	4,758	4,961	5,171	5,122
Diskontierungsfaktor	0,819	0,741	0,671	0,607	0,550	0,497	0,450	0,407	0,369	0,334
Wert operativer Cash Flow heute	1,645	1,743	2,666	2,627	2,403	2,269	2,142	2,022	1,907	1,710
Kum. Wert der operativen CF	19,488									
Barwert des Restwertes	19,908									
Unternehmenswert	39,396									
- Nettoverschuldung	-2,709									
- Anteile Dritter	0,406									
Wert des Eigenkapitals	41,700									
Fairer Wert je Aktie in €	37,07									
Kurspotential in %	161%									
WACC	10,5%									
Langfristige Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM

Gemäß der Free-Cash-Flow-Bewertung ergibt sich für SNP eine fairer Wert pro Aktie von € 37,07.

**Fairer Wert nach FCF
bei € 37**

Peer-Group-Vergleich

In die Vergleichsgruppe zur Bewertung der SNP haben wir verschiedene Small Caps aus dem deutschsprachigen Raum aufgenommen, die ein ähnliches Leistungsportfolio bieten, wie SNP. Realtech und all for one midmarket sind SAP-Systemhäuser, Realtech verfügt zudem über eigenentwickelte Softwarelösungen. SAF bedient mit den eigenen Lösungen vorwiegend den Handel und unterhält eine Partnerschaft zu SAP. GFT Technologies ist ein IT-Dienstleister aus dem Bankenumfeld, der ebenfalls eigene Lösungen anbietet.

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

Tabelle 08: Peer-Gruppen-Vergleich

	Marktkap. in		EV/Umsatz	EV/EBITDA	EV/EBIT
	€ Mio.	KGV 2009e	2009	2009	2009
all for one midmarket AG	10,3	10,00	0,17	2,55	10,95
GFT	42,1	8,89	0,10	3,22	3,92
Secunet	23,1	6,03	0,13	1,20	1,50
Syskoplan	23,9	8,02	0,06	0,56	0,64
Realtech	31,5	7,28	0,42	4,07	4,80
SAF	33,8	13,86	0,34	1,63	2,28
Mittelwert	27,5	9,01	0,20	2,21	4,02
SNP	16,1	6,02	0,64	3,09	3,48
Abschlag/Aufschlag		-33,2%	217,0%	40,0%	-13,4%
Implizierter fairer Wert in €		21,26	6,02	10,79	16,04
Fairer Wert pro Aktie in €					13,53
Fairer Wert in € Mio.					15,33

Quelle: BankM

Fairer Wert nach Peer Gruppen-Vergleich bei € 13,53.

Während SNP auf Grund hoher Margen in Bezug EV/Umsatz mit einem deutlichen Kursaufschlag notiert, ergeben sich bei EV/EBIT und KGV Abschläge. Die indizierten fairen Werte pro Aktie variieren je nach Kennzahl in einer Bandbreite zwischen rund € 6 (EV/Umsatz) und rund € 21 (KGV). Bei Gleichgewichtung der vier Kennzahlen erhält man als Ergebnis der Peer-Bewertung einen Fairen Wert von € 13,53.

Bewertungsfazit

Kursziel: € 25,30 pro Aktie

Der Faire Wert pro Aktie, ermittelt aus der Free-Cash-Flow-Bewertung und dem Peer-Group Vergleich, die wir beide mit jeweils 50% gewichtet haben, beläuft sich auf € 25,30. Gegenüber dem heutigen Kurs von € 14,20 errechnet sich somit ein Kurspotenzial von 78%.

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

SNP AG

8. April 2009

SWOT-Analyse

Stärken

- Hauptmarkt (SAP-Change-Market) unterliegt nur bedingt Preisdruck
- Der SAP-Change-Market ist von Konjunkturzyklen weitestgehend unabhängig
- Gute Beziehung zu SAP
- Führend im SAP-Change-Market
- Auftragsbestand (€ 9,5 Mio.) liegt über dem Vorjahreswert
- Namhafte Referenzkunden und solide Kundenstruktur
- Aktionärsfreundliche Dividendenpolitik
- SAP-Change-Market ist nicht vom Lizenzneugeschäft, sondern von den großen SAP-Bestandskunden abhängig
- Klare Unternehmensstruktur
- TDMS wird durch SAP weltweit vertrieben
- Offene und transparente IR-Politik

Chancen

- Sehr großes adressierbares Marktvolumen (US-\$ 15 Mrd.)
- Produktisierung ermöglicht Nutzung von Skaleneffekten
- Festpreispolitik für Kunden insbesondere in unsicheren Zeiten interessant
- Gegenwärtiges Umfeld begünstigt organisches Wachstum und Mitarbeiterrekrutierung (SAP-Fachkräfte)
- Das Geschäftsmodell der SNP dürfte sich als erkennbar robuster erweisen als die Geschäftsmodelle der meisten Peer-Unternehmen.
- Auftragsbestand liegt deutlich über Vorjahresniveau
- Neue Softwareprodukte

Schwächen

- Hohe Working Capital-Intensität (bedingt durch den Forderungsbestand)
- Um die Abkehr des Kunden von der traditionellen Methodik zu erreichen muss das strategische Management erreicht werden.
- SNP ist stark von einzelnen Personen, den Gründern, Mehrheitsaktionären und Vorständen, Frau Neureither und Herrn Dr. Schneider-Neureither, abhängig
- Geringer Free-float (29%).

Risiken

- Zahlungsausfall eines Kunden hätte wegen der Projektgrößen deutliche Auswirkungen auf die Margenniveaus
- Vertriebs Erfolg von TDMS von SAP abhängig
- Geringe Visibilität beim Softwareabsatz
- Konjunkturelle Unsicherheit könnte sich im margenstarken Softwarebereich zeigen.
- SaaS (Software as a Service) könnte mittelfristig eine Gefahr sein, dies ist aber unwahrscheinlich, da SAP eine solche Lösung lediglich für den Mittelstand plant.

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

Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	10,380	16,883	20,714	21,025	26,281	32,851
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,602	0,085	0,109	0,110	0,138	0,172
Gesamtleistung	10,982	16,968	20,822	21,135	26,419	33,023
Herstellungskosten	-1,678	-1,791	-1,706	-1,731	-2,164	-2,705
Bruttoergebnis	9,304	15,177	19,117	19,404	24,255	30,318
Personalaufwand	-5,469	-8,282	-10,138	-10,869	-13,323	-16,490
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-2,563	-3,477	-4,091	-4,152	-5,190	-6,487
EBITDA	1,272	3,418	4,889	4,382	5,741	7,341
Amortisation	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBITA	1,272	3,418	4,889	4,382	5,741	7,341
Abschreibungen	-0,269	-0,469	-0,486	-0,493	-0,617	-0,771
EBIT	1,002	2,948	4,403	3,889	5,125	6,570
Finanzergebnis	0,126	0,163	0,106	0,132	0,172	0,231
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	1,128	3,111	4,509	4,021	5,297	6,801
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,391	-1,238	-1,490	-1,329	-1,751	-2,248
Anteile Fremder	-0,068	-0,313	-0,041	-0,041	-0,041	-0,041
Nettoergebnis	0,669	1,561	2,978	2,652	3,506	4,513
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,669	1,561	2,978	2,652	3,506	4,513
Gewichtete Anzahl Aktien	1,125	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
EPS	0,59	1,39	2,65	2,36	3,12	4,01
EPS bereinigt	0,59	1,39	2,65	2,36	3,12	4,01
DPS	0,50	1,00	1,15	1,15	1,30	1,50

Quelle: BankM/SNP AG

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,05	2,55	2,16	3,18	3,82	4,89
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	0,48	-0,99	-1,12	-1,07	-1,34	-1,67
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-0,34	-1,24	-1,22	-1,29	-1,29	-1,46
Veränderung der Zahlungsmittel	0,19	0,32	-0,17	0,82	1,19	1,76
Flüssige Mittel am Ende der Periode	3,17	3,51	3,32	4,15	5,34	7,11

Quelle: BankM/SNP AG

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

SNP AG

8. April 2009

Bilanzen (in Mio. €)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Anlagevermögen	1,602	3,366	3,976	4,551	5,270	6,168
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,161	2,216	2,196	2,196	2,196	2,196
Sachanlagen	0,396	1,104	1,757	2,332	3,050	3,948
Finanzanlagen	0,045	0,046	0,024	0,024	0,024	0,024
Umlaufvermögen	7,586	9,446	9,217	10,129	12,819	16,452
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen	4,413	5,939	5,893	5,981	7,477	9,346
Kasse und WP	3,174	3,507	3,325	4,148	5,342	7,106
Sonstiges Aktiva	0,303	0,406	0,362	0,362	0,362	0,362
Summe Aktiva	9,491	13,218	13,556	15,043	18,451	22,982
Eigenkapital	5,940	6,481	8,277	9,676	11,930	15,022
Rücklagen	5,250	6,249	8,101	9,460	11,673	14,724
Anteile Dritter	0,690	0,232	0,176	0,217	0,257	0,298
Rückstellungen	0,374	0,446	0,503	0,523	0,544	0,567
Verbindlichkeiten	3,095	6,217	4,664	4,731	5,865	7,282
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,494	0,499	0,196	0,196	0,196	0,196
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	2,601	5,718	4,468	4,535	5,668	7,086
Sonstige Passiva	0,082	0,073	0,112	0,112	0,112	0,112
Summe Passiva	9,491	13,218	13,556	15,043	18,451	22,982

Quelle: BankM/SNP AG

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

Kennzahlen	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	0,82	0,85	1,00	0,64	0,51	0,41
EV/EBITDA	6,73	4,20	4,22	3,05	2,33	1,82
EV/EBIT	8,53	4,87	4,69	3,44	2,61	2,03
P/E berichtet	11,78	7,20	6,80	6,02	4,55	3,54
P/E bereinigt	11,78	7,20	6,80	6,02	4,55	3,54
PCPS	7,83	4,69	5,71	5,04	3,85	3,01
Preis/Buchwert	1,50	1,80	2,50	1,69	1,37	1,08
Rentabilitätskennzahlen in %						
Brutto Marge	89,6%	89,9%	92,3%	92,3%	92,3%	92,3%
EBITDA Marge	12,3%	20,2%	23,6%	20,8%	21,8%	22,3%
EBITA-Marge	9,7%	17,5%	21,3%	18,5%	19,5%	20,0%
EBIT Marge	9,7%	17,5%	21,3%	18,5%	19,5%	20,0%
Vorsteuer-Marge	10,9%	18,4%	21,8%	19,1%	20,2%	20,7%
Netto Marge	6,4%	9,2%	14,4%	12,6%	13,3%	13,7%
ROE	13,2%	30,2%	40,9%	30,0%	32,8%	33,8%
ROCE	32,6%	76,9%	90,9%	64,4%	74,5%	81,2%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	n.a.	135,1	133,6	123,0	138,2	154,1
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	n.a.	12,5	19,2	15,5	18,4	21,2
Anzahl Mitarbeiter	n.a.	125	155	171	190	213
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	62,6%	49,0%	61,1%	64,3%	64,7%	65,4%
Gearing	-39,3%	-40,5%	-32,7%	-36,3%	-39,3%	-42,8%
Dividendenrendite	7,1%	10,0%	6,4%	8,1%	9,2%	10,6%
Cash flow Kennzahlen						
Cash flow pro Aktie	0,89	2,13	3,15	2,81	3,69	4,72
Free cash flow pro Aktie	0,76	1,23	2,21	1,87	2,50	3,23
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	2,6%	2,8%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Capex/Umsatz	1,5%	6,2%	-5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Working Capital/Umsatz	17,5%	1,3%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Steuerquote	34,7%	39,8%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%

Quelle: BankM/SNP AG

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

SNP AG

8. April 2009

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, Willich.

Verfasser der vorliegenden Finanzanalyse: Michael Vara, Analyst, und Daniel Großjohann, Analyst.

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere 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 die SNP Schneider-Neureither & Partner AG.

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Michael Vara, Daniel Großjohann	18.03.2008	Kaufen	€ 35,00
Michael Vara, Daniel Großjohann	28.04.2008	Kaufen	€ 35,50
Michael Vara, Daniel Großjohann	23.07.2008	Kaufen	€ 34,80
Michael Vara, Daniel Großjohann	23.10.2008	Kaufen	€ 33,40
Michael Vara, Daniel Großjohann	02.02.2009	Kaufen	€ 29,70

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 zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten einige textliche Änderungen.

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

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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:

08.04.2009

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

Schlusskurse vom 02.04.2009

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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG.

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), 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. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- 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 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte 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 Interessenkonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und 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 Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung des Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG oder mit ihr verbundenen Unternehmen abhängig. Der Analyst hat zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, erhalten oder erworben. Der auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführte Analyst erklärt, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen seine eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und seine Vergütung weder direkt noch indirekt von seinen 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 eine Empfehlung noch ein Angebot oder 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 in Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwas irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen.

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

SNP AG

8. April 2009

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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG 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.

© 2009 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.

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