

## Basisstudie

### Analysten:

Michael Vara, Tel.: 069 - 71 91 838-41, michael.vara@bankm.de

Daniel Grossjohann, Tel.: 069 - 71 91 838-42, daniel.grossjohann@bankm.de

**Fair Value € 1,06**

**Kaufen**

## Fokussierter Premium-IT-Dienstleister

Kerngeschäftsfelder der adesso AG sind IT-Beratung und Softwareentwicklung, hierbei stehen insbesondere Kunden aus den Bereichen Öffentliche Hand, Banken, Versicherungen und Krankenkassen im Blickpunkt. Die adesso AG erfüllt als Konzernobergesellschaft eine Holdingfunktion, trägt aber 56% zu den operativ erzielten Umsätzen bei und unterstützt die Tochtergesellschaften in zentralen Services. Der Konzern ist aus der handelsrechtlich zum 13.8.2007 vollzogenen Verschmelzung von adesso (alt) und BOV AG hervorgegangen.

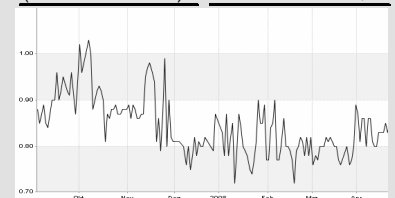
- Im vergangenen Jahr zeigte die adesso AG bedingt durch die erfolgte Verschmelzung und starkes organisches Wachstum (+49%) einen deutlichen Umsatzanstieg von 67% auf € 45,6 Mio. Das EBITDA legte bedingt durch die Steigerung der EBITDA-Marge von 10,5% auf 11,6% überproportional zu (+85%). Das Konzernergebnis legte um 56% auf € 2,4 Mio. zu, während die Mitarbeiterzahl im Jahresdurchschnitt um 70% anstieg. Das Wachstum wurde von beiden Segmenten getragen: Das organische Wachstum (2006 auf 2007) im Bereich IT-Services betrug 75%, der Bereich Solutions zeigte ein 38%iges organisches Wachstum.
- Dynamisches Wachstum. Aufgrund der Positionierung als IT-Dienstleister mit Branchen-Know-how kann adesso deutlich überdurchschnittliches Wachstum zeigen. Das Unternehmen geht davon aus, in den kommenden Jahren organisch jeweils durchschnittlich 15% zu wachsen. Dieses Wachstum soll nicht zu Lasten der Profitabilität erfolgen.
- Im lokalen Markt für IT-Dienstleistungen ist adesso als Premiumanbieter solide positioniert. Insbesondere das durch Branchenspezialisierung aufgebaute Know-how schützt das Unternehmen vor Wettbewerb durch „me too“ IT-Dienstleister und stärkt die Bindung des Kunden an adesso.
- Synergien. adesso sollte stark von der neu gewonnen Größe profitieren. Die Tochtergesellschaften können bei administrativen Aufgaben auf den Konzern zurückgreifen, bei Projekten unterstützen sich die Gesellschaften wechselseitig. Zudem trägt die Größe dazu bei, dass Mitarbeiter im Rahmen von Projekten besser ausgelastet werden können.

### Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz	Netto Erg.	ber. EPS	ber. KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT-Marge	ROE
2006	27,4	1,54	0,14	6,6	0,2	2,0	9,1	82,6
2007	45,6	2,39	0,08	11,3	0,4	5,9	7,0	19,6
2008e	55,2	2,89	0,07	11,6	0,4	5,6	7,3	13,0
2009e	63,5	4,06	0,10	8,3	0,3	3,4	8,7	15,8
2010e	73,0	4,89	0,12	6,9	0,2	2,1	8,9	16,2

Quelle: BankM Research

Kennzahlen	2008	2009	2010
EV/Umsatz	0,41	0,29	0,19
EV/EBITDA	3,96	2,56	1,68
EV/EBIT	5,63	3,37	2,14
P/E bereinigt	11,64	8,27	6,87
Preis/Buchwert	1,41	1,21	1,03
Preis/FCF	5,63	3,37	2,14
ROE	0,13	0,16	0,16
Dividendenrendite	0%	0%	0%
<b>Anzahl Aktien</b> (Mio. Stück)	40,0		
<b>Market Cap.</b> (Mio. €)	33,6		
<b>Free Float</b>	20%		
<b>WKN</b>	549370		
<b>ISIN</b>	DE0005493704		
<b>Bloomberg</b>	ADN:GR		
<b>Branche</b>	IT/Software		
<b>Rechnungslegung</b>	IFRS		
<b>Geschäftsjahr</b>	31.12.		
<b>Kurs 25.04.2008</b> (Xetra-Schlusskurs)	0,84		



adesso AG (Xetra)  
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 Unternehmens. 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

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell und Strategie	5
Historie	7
Produkt und Dienstleistung	9
Management	12
Aktionärsstruktur	14
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>15</b>
Allgemeine Marktdaten	15
Marktstruktur	15
Marktsegmente	16
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>21</b>
<b>BEWERTUNG</b>	<b>23</b>
DCF-Modell	23
Peer-Group-Vergleich	24
Bewertungsfazit	26
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>27</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>28</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGS- AUS-SCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>31</b>

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

# adesso AG

29. April 2008

## Investment Case

Durch die Verschmelzung von BOV und adesso ist ein Unternehmen entstanden, das über ein breites Leistungsspektrum (Beratung, IT-Services, Produkte) im Premiumbereich verfügt. Zudem ist durch die heutige adesso Schweiz (früher zur BOV gehörig) die regionale Expansion der adesso in der DACH-Region gestärkt worden. Durch die neue Aufstellung kann adesso dem Kunden Dienste aus dem Bereich Großrechner/Mainframe ebenso anbieten wie spezifische Beratungsleistungen und spezielle Softwarelösungen. Die Abgrenzung gegenüber dem Wettbewerb erfolgt über die Verbindung von hochwertigen IT-Dienstleistungen mit branchenspezifischem Know-how.

Im Rahmen einer branchenbezogenen Strategie adressiert adesso gegenwärtig überwiegend das Gesundheitswesen, Finanzdienstleister und Lotteriegesellschaften. Besonderheit ist die Verbindung von IT- und Branchenexpertise. Jährlich soll der Eintritt in eine zusätzliche Branche vollzogen werden, wobei erste Kunden zum Aufbau von Branchen Know-how und zur Entwicklung von Branchenlösungen genutzt werden sollen. Der Einstieg in neue Branchen kann über die Übernahme kleinerer Beratungsgesellschaften erfolgen bzw. durch diese unterstützt werden. Die genannten Alleinstellungsmerkmale ermöglichen adesso eine Wachstumsrate deutlich oberhalb des Marktdurchschnitts.

Gleichzeitig wirkt das erworbene Branchen-Know-how als Schutz gegen die Eintritte potenzieller Wettbewerber. Mit zunehmender Branchenpenetration vergrößert sich dieser Vorsprung, da Kundenlösungen zu Standardbranchenlösungen weiterentwickelt werden können.

Den Großteil der Umsätze (rund 81%) erwirtschaftet adesso im Bereich der IT-Services. Hier erzielt das Unternehmen aufgrund der hohen Branchenspezialisierung überdurchschnittliche EBIT-Margen. Auch das organische Wachstum lag wie in den Vorjahren deutlich über dem Marktwachstum (bei IT-Services rd. 5%). Eigene Softwareprodukte stehen oft in engem Bezug zu den Endkundenbranchen und helfen als spezifische Produktlösungen, die jeweilige Marktposition zu stärken.

Ausnahmen von der Branchenfokussierung bilden lediglich zwei Tochtergesellschaften aus dem IT-Solutions Segment, die sich bei CMS (Content Management Software) und Lösungen zur Mobilisierung von Webinhalten aufgestellt haben und damit branchenübergreifend eingesetzt werden können. Die CMS-Lösung adressiert dabei jedoch nicht den CMS-Massenmarkt, sondern ein Segment bei dem Skalierbarkeit und Hochverfügbarkeit im Vordergrund stehen. Wir erwarten im IT-Solutions Segment ein Wachstum von durchschnittlich rund 20% p.a. (2007 bis 2010e).

Mit einem 2008er EV/EBITDA von knapp 4 ist adesso angesichts der Wachstumsperspektiven und der Markteintrittsbarrieren in den Zielbranchen aus unserer Sicht günstig bewertet. Die spezifischen Branchenthemen, die oft von gesetzlichen Regelungen getrieben sind (wie etwa die Einführung der Gesundheitskarte), unterliegen nicht den allgemeinen Konjunkturschwankungen. Dadurch ist adesso konjunkturellen Risiken nicht in vollem Umfang ausgesetzt.

**Verschmelzung schafft Cross-Selling-Potenziale.**

**Branchenfokussierungen erlauben Wachstum oberhalb des Marktdurchschnitts...**

**..und schaffen Eintrittsbarrieren.**

**Segment IT-Services überwiegt mit Umsatzanteil von 81%.**

**Premium-Produktlösungen für CMS und Mobilisierung mit hohem Wachstum**

**Solides Wachstum günstig gepreist.**

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

## Unternehmensprofil

**adesso AG: €45,6 Mio. Umsatz mit IT-Services und IT-Solutions**

Die adesso AG ist in den Kerngeschäftsfeldern IT-Services und IT-Solutions aktiv, mit den Schwerpunktbranchen Versicherungen, Krankenversicherungen (GKVs), Banken und Lotterien. Hervorgegangen ist das Unternehmen aus der handelsrechtlich zum 13.8.2007 vollzogenen Verschmelzung von adesso (alt) und BOV AG. Nach IFRS handelt es sich um eine Reverse-Akquisition, die als Erwerb der BOV AG durch die adesso AG abzubilden ist. Das neu entstandene Unternehmen beschäftigt gegenwärtig 520 Mitarbeiter und erwirtschaftete 2007 einen Umsatz von rund € 45,6 Mio. Das Konzernergebnis lag bei rund € 2,4 Mio. Neben dem Hauptsitz in Dortmund verfügt das Unternehmen über inländische Niederlassungen in Berlin, Köln, München, Frankfurt und Hamburg, sowie Auslandsniederlassungen in Zürich, London und Luxemburg.

Die adesso AG ist die größte der Gesellschaften im 19 Unternehmen umfassenden Konzernverbund. Projekte wickeln die Gesellschaften oft im Verbund ab, zudem unterstützt die adesso AG die Tochtergesellschaften bei administrativen Aufgaben.

**Tabelle 01: Konsolidierungskreis des adesso-Konzerns**

Organigramm			
Beteiligungsquote	Art der Beteiligung	Name	Mitarbeiteranzahl
	(Muttergesellschaft)	<b>adesso AG</b>	316
50% + eine Aktie	direkt	GADIV GmbH	19
80%	direkt	Public Systems GmbH	12
100%	direkt	Westnet LottoService GmbH	0
100%	direkt	adesso Schweiz AG	44
100%	direkt	BOV Business Applications GmbH	18
100%	direkt	adesso mobile solutions GmbH	13
100%	direkt	e-Spirit AG	62
100%	über die e-Spirit AG	e-Spirit UK Ltd.	1
100%	direkt	Sitgate AG	35
100%	über die Sitgate AG	Sitgate Luxembourg S.A.	-

Quelle: adesso AG

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

# adesso AG

29. April 2008

## Geschäftsmodell und Strategie

Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit ist der Bereich IT-Services, der rund 80% der Umsätze verantwortet. Im diesem Markt wird adesso als Premiumanbieter wahrgenommen und kann dem unverändert hohen Preisdruck im IT-Dienstleistungsgeschäft mit qualitativ hochwertigen Leistungen begegnen. Daher ist adesso von preisgetriebenen Offshoring-Aktivitäten weniger betroffen als inländische IT-Dienstleister, die versuchen über den Preis Projekte zu akquirieren.

Besonderheit des Geschäftsmodells der AG ist die Kombination aus IT- und Branchen-Know-how, hierbei wird die AG teilweise von auf die Beratung nur einer Branche spezialisierten Töchtern unterstützt. Über das Branchenwissen kann im Markt eine Alleinstellung erreicht werden. Einige der Tochtergesellschaften haben sich auf IT-Beratung und Softwareentwicklung für Branchen wie Krankenversicherungen (GADIV GmbH), Finanzdienstleister (Sitgate AG) oder die öffentliche Hand (public systems GmbH) spezialisiert. Die adesso AG unterstützt mit eigenen Mitarbeitern (mehrheitlich IT-Experten) Projekte der Tochtergesellschaften, oder lässt sich im Gegenzug bei branchenspezifischen Projekten von den Experten der Tochtergesellschaften unterstützen. Das vorhandene Know-how erleichtert dabei die herausgehobene Positionierung im Markt. Häufig bringen erfolgreich abgeschlossene Projekte Folgeaufträge größeren Volumens bei den gleichen Auftraggebern.

**Die adesso AG bietet Premium IT-Beratung; ...**

**... die Tochtergesellschaften sind auf Branchen spezialisiert.**

**Tabelle 02: Umsätze nach Endkundenbranche**

Kundenbranche	Umsatzanteil
Gesundheitswesen, Krankenkassen	26%
Versicherungen	25%
Lotterien	14%
Banken, Fonds, Finanzdienstleister	8%
Öffentliche Hand	5%
Sonstige	23%

Quelle: adesso AG

Die eigenentwickelten branchenunabhängigen Softwarelösungen der Töchter eSpirit und adesso mobile solutions GmbH runden das Leistungsspektrum der adesso AG ab. Die e-Spirit-Lösung FirstSpirit ist eine gehobene Content Integration Plattform für Unternehmen mit hohen Anforderungen an die Qualität und Aktualität des Datenbestandes. Diese wird durch automatische Aktualisierung der Inhalte gewährleistet. Entscheidende Vorteile der Lösung gegenüber Wettbewerberprodukten aus dem CMS-Umfeld sind die hohe Skalierbarkeit, Hochverfügbarkeit (z.B. schnellere Darstellung von hochauflösenden Streaming-Video-Sequenzen) sowie die einfache und personalisierbare Bedienung. Auch die Mobilisierung von Inhalten (Darstellung von Webinhalten auf mobilen Endgeräten) ist auf Basis der FirstSpirit MOBILISATION möglich. Bei adesso mobile solutions ist diese Umsetzung Kernthema der Software web in|MOTION. Mit Unterstützung

**Branchenunabhängige Softwarelösungen runden Leistungsspektrum ab.**

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

## Konzentration auf Kernfelder

von web in|MOTION wird den Kunden eine auf individuelle Endgeräte (z.B. ein Nokia-Handy) ausgelegte Darstellung der Inhalte ermöglicht.

## Strategie basiert auf Cross-Selling und Synergien.

Das Geschäftsfeld IT-Training (BOV Training AG), bei dem sich kaum Synergien mit anderen Tätigkeitsfeldern erschlossen, wurde Anfang März 2008 als Maßnahme zur Portfoliobereinigung mit einem Buchgewinn von T€ 50 verkauft. Die Portfoliobereinigung nach der Neuaufstellung ist damit abgeschlossen.

Auch wenn die Gesellschaften des adesso-Konzerns in unterschiedlichen Branchen innerhalb des IT/Software-Sektors tätig sind, ist der Synergie-Gedanke klar erkennbar. In konkreten Projekten unterstützen sich die Gesellschaften wechselseitig, Teams von Branchenexperten werden nach Bedarf durch IT-Experten ergänzt. Hierdurch kann eine hohe Auslastung der Berater gewährleistet werden. Zudem bilden erfolgreiche Projekte bei den Kunden oftmals die Grundlage für weitere IT-Dienstleistungsaufträge an adesso. Branchenkontakte der spezialisierten Tochtergesellschaften können zudem als Basis für den Absatz branchenspezifischer Software und Dienstleistungen (z.B. Modernisierung von Host- und Mainframeanwendungen oder Mobilisierung von Inter- und Intranetportalen) genutzt werden. Die vergleichsweise kleinen Einheiten der Tochtergesellschaften können im administrativen Bereich auf die adesso AG zurückgreifen, agieren operativ jedoch oft unabhängig.

## Verbesserter Marktzugang durch Know-how Bündelung

Nach der Verschmelzung von BOV und adesso verfügen beide Unternehmen über einen besseren Marktzugang. Während adesso traditionell als IT-Dienstleistungsunternehmen mit spezifischem Branchen-Know-how positioniert ist, verfügte die alte BOV über Expertise im Bereich der Programmierung von Großrechnern. Die Javaanwendungen von adesso müssen in vielen Bereichen mit den Großrechnerprogrammen zusammenwirken. Der gemeinsame Marktauftritt beider Unternehmen hat bereits dazu geführt, dass (die neue) adesso erste Cross-Selling-Synergien nutzen konnte. Die neue Größenordnung eröffnet der Gesellschaft zusätzliche Perspektiven, die Wahrnehmbarkeit im Markt ist gestiegen. Seit der Verschmelzung ist adesso zudem mit einer eigenen Gesellschaft in der Schweiz vertreten.

## Operativer Fokus liegt in der DACH-Region

Regional ist adesso bestrebt sich auf IT-Projekte in der DACH-Region zu fokussieren. Bei der gegenwärtigen Unternehmensgröße bietet sich in dieser Region weiterhin hohes Potenzial für organisches Wachstum. Die nachstehende Tabelle liefert eine Übersicht über die gegenwärtig 520 Mitarbeiter der adesso AG nach Tätigkeitsbereichen. Regional sind 474 Mitarbeiter in Deutschland (91%) beschäftigt und 46 in der Schweiz (9%), sowie erste Mitarbeiter in den neu gegründeten Standorten Luxemburg und London.

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

# adesso AG

29. April 2008

## Wachstumsstrategie

adesso will in den kommenden Jahren sowohl organisch, als auch über Akquisitionen wachsen. Bei dem organischen Wachstum will adesso mindestens doppelt so stark wachsen wie der Markt (IT-Services 2008e: 6,6%). Um dies darzustellen legt das Unternehmen einen intensiven Fokus auf Business Development und den Vertrieb. Bezüglich des Zugangs zum Fachkräftenachwuchs wird ein Fokus auf Recruitment und die Kooperation mit Universitäten gelegt. Mit Wachstumsraten von jeweils über 30% hat adesso 2004 und 2005 gezeigt, dass organisches Wachstum deutlich über dem Marktwachstum für das Unternehmen erzielbar ist.

Pro Jahr möchte sich adesso eine neue Branche erschließen. Der Zugang soll über (branchenbezogene) Beratungsleistungen hergestellt werden, die Technologieberatung soll folgen. Grundlage für diese Strategie ist die Einstellung spezialisierter Beraterteams oder die Akquisition von spezialisierten Beratungsunternehmen. Akquisitionstargets müssen über eine Mindestgröße verfügen, wirtschaftlich erfolgreich sein und den Zugang zu einer für adesso neuen Branche eröffnen. Seit der Verschmelzung könnte adesso zudem Aktien für die Akquisition dieser Beratungsgesellschaften einsetzen. Akquisitionen im Produktbereich sind nicht geplant.

Im Produktbereich plant adesso, jährlich eine neue Branchenlösung zu entwickeln. Hierbei wird die Gesellschaft einen durch ein Kundenprojekt gewonnenen Produktkern verwenden, der weiterentwickelt werden soll. Zunächst kann das Produkt als Pre-Sales-Werkzeug verwendet und zu einem späteren Zeitpunkt als echtes Lizenzprodukt vertrieben werden. Auf diese Weise soll eine Produktfamilie mit eigenem Markennamen aufgebaut werden.

Auf Sicht von fünf Jahren erwarten wir ein durchschnittlich rund 11%iges Umsatzwachstum. Der absolut wichtigste Träger des Wachstums ist unserer Einschätzung nach die adesso AG selbst, die organisch etwa 10% pro Jahr wachsen sollte und gegenwärtig knapp 70% zum Konzernumsatz beiträgt. Dynamischeres Wachstum zeigen die Unternehmen des Segmentes IT-Solutions, dem wir ein Wachstum von über 20% zutrauen. In den neu aufgebauten Branchen will das Unternehmen jeweils binnen drei Jahren die Umsatzschwelle von 1 Million Euro überschreiten. Das Wachstum soll zudem nicht zu Lasten der Profitabilität erfolgen.

## Historie

Die heutige adesso AG hat ihre Wurzeln in der 1997 gegründeten adesso Beratungsgesellschaft für Software-Prozess-Management mbH (Dortmund) und der 1992 gegründeten BOV Computer-Systeme GmbH (Essen). Die adesso AG (alt) ist seit ihrer Gründung jedes Jahr kontinuierlich gewachsen. Hierbei lag das seit Gründung profitable Unternehmen oft deutlich über dem Marktwachstum. Die 2007 vollzogene Verschmelzung war eine sinnvolle Maßnahme, um das Produktportfolio um ergänzende Dienstleistungen (im Großrechnerbereich) zu erweitern und so einen Grundstein für weiter branchenüberdurchschnittliches Wachstum zu legen.

**Gesellschaft will organisch mindestens doppelt so schnell wachsen wie der Gesamtmarkt.**

**Jährlich eine neue Branche...**

**...und eine neue Branchenlösung.**

**Bis 2012: Durchschnittswachstum von 11% p.a.**

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

**Tabelle 03: Historie der BOV AG (alt)**

Jahr	Ereignis
1992	Gründung der BOV Computersysteme GmbH (Essen)
1992	Gründung der BOV Computersysteme GmbH (Düsseldorf)
1998	Gründung der HUMAN INTERACTIVE MEDIA GmbH durch die BOV Computersysteme GmbH und Herrn Lynen; Gründung der BOV Business Application Training & Services GmbH
1999	Verschmelzung der HUMAN INTERACTIVE MEDIA GmbH und der BOV Business Application Training & Services GmbH auf die BOV Computersysteme GmbH; Erwerb aller Anteile der LUW AG
2000	Verschmelzung von BOV Computersysteme GmbH (Essen) und BOV Computersysteme GmbH (Düsseldorf) im Wege der Neugründung der BOV AG mit Sitz in Essen (mit Wirkung zum 1.1.2000)
21.06.2000	Aufnahme des Handels mit BOV-Aktien am Neuen Markt (später Prime Standard)
August 2000	Übernahme der schweizerischen GLANCE Gruppe (Glance Standard Solutions AG zu 100%, Glance AG Software Engineering zunächst mit 80% (ab Mai 2000 zu 100%))
23.04.2004	Wechsel vom Prime in den General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse
August 2007	Übernahme des Hamburger IT-Dienstleisters Sitgate AG
13.08.2007	Eintragung der Verschmelzung der adesso (alt) und der BOV AG im Handelsregister der BOV sowie Umfirmierung der BOV AG in adesso AG
Januar 2008	Umfirmierung der ECC GmbH in "adesso mobile solutions GmbH" und Übertragung der Entwicklungsarbeit für die "web inMotion" Software von der adesso AG an diese Gesellschaft
März 2008	Verkauf der BOV Training GmbH

Quelle: adesso AG

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



# adesso AG

29. April 2008

**Tabelle 04: Historie der adesso AG (alt)**

Jahr	Ereignis
13.05.1997	Gründung der adesso Beratungsgesellschaft für Software-Prozeß-Management mbH (Dortmund) durch Rainer Rudolf und Prof. Dr. Volker Gruhn
September 1999	Gründung der e-Spirit Company GmbH durch die adesso Beratungsgesellschaft für Software-Prozeß-Management mbH (Dortmund) und drei ehemalige Mitarbeiter des Fraunhofer Instituts für Software und Systemtechnik; die ursprüngliche Beteiligung der adesso (52%) wurde bis 11/2006 auf 100% erhöht
1999	adesso ist Mitgründer der ECC Electronic Commerce Center Gesellschaft mbH (Dortmund), der Anteil von zunächst 33,2% wurde bis November 2006 auf 100% ausgebaut
07.08.2000	Formwechselnde Umwandlung der adesso Beratungsgesellschaft für Software-Prozeß-Management mbH in die adesso AG
17.08.2000	Erwerb einer Mantelgesellschaft; unmittelbare Nutzung für die Neugründung c-lounge AG, die 2003 in BusinessForum21 GmbH und 2005 in Public Systems GmbH umfirmiert. Die derzeitige Beteiligungsquote an der Gesellschaft liegt bei 80%.
Juni 2005	Gründungsgesellschafter der Quintessenz Beratung GmbH (20%-ige Beteiligung)
Januar 2006	Erwerb einer Beteiligung an der GADIV Gesellschaft für angewandte Daten- und Informationsverarbeitung mbH, Much. (Option auf den Erwerb weiterer 11% besteht bis August 2008)
13.08.2007	Eintragung der Verschmelzung der adesso (alt) und der BOV AG im Handelsregister der BOV sowie Umfirmierung der BOV AG in adesso AG

Quelle: adesso AG

## Produkt und Dienstleistung

Zum Produkt- und Dienstleistungsportfolio der adesso zählen neben IT-Dienstleistungen (mit Branchenfokus), die Entwicklung kundenspezifischer Softwarelösungen, sowie die Softwareentwicklung. Im Bereich IT-Services deckt adesso komplette Wertschöpfungsketten ab. Der Kundenzugang wird über eine branchenbezogene IT-Beratungsdienstleistung geschaffen, der sich oft Implementierungs- und Wartungsaufträge anschließen. Erfolgreich abgeschlossene Projekte sind die Grundlage für eine weitere Expansion in der Kundenbranche. Kundenspezifische Lösungen können auf Grundlage erworbenen Know-hows zu Branchenlösungen weiterentwickelt werden und die Wahrnehmung als Branchenspezialist weiter stärken. Die ehemaligen BOV Mitarbeiter verfügen über Spezialwissen im Bereich Großrechner/Mainframe. Das ist bei den gewählten Branchenschwerpunkten (Banken, Versicherungen) eine sinnvolle Ergänzung zum bisherigen Dienstleistungsportfolio von adesso. Hierdurch werden Cross-Selling-Potenziale eröffnet.

In der nachstehenden Tabelle wird ein Überblick über die Branchenschwerpunkte der adesso AG und über ausgewählte Referenzkunden geliefert. Zu beachten ist, dass in dem Bereich Sonstige die öffentliche Hand zugerechnet ist, die rund 5% der Umsätze verantwortet. Auf Konzernebene besteht keine Abhängigkeit von einzelnen Großkunden.

**Branchenbezogene IT-Services, von der Beratung bis zur Wartung.**

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

**Tabelle 05: Branchenschwerpunkte und ausgewählte Referenzen**

(Rück-) Versicherungen	Banken/ Finanzdienstleister	Gesundheitswesen	Lotterien	Sonstige
25% Umsatzanteil	8% Umsatzanteil	26% Umsatzanteil	14% Umsatzanteil	28% Umsatzanteil
Allianz	AWD	ISKV	WestLotto	Deutsche Post World Net
Hannover Rück	HSBC Trinkaus & Burkhardt	AOK	Lotto Hamburg	Thyssen Krupp
Zurich	KfW Bankengruppe	BKK	Sachsenlotto	Canon
DEVK	Commerzbank	Barmer	Swisslos	e-plus
GenRe	Credit Suisse	DAK	Loterie Nationale	mazda

Quelle: adesso AG

**Branchenexpertise ist ein Alleinstellungsmerkmal.**

Zu den im Premiumsegment angesiedelten IT-Dienstleistungen zählen z.B. die IT-Managementberatung der Sitgate, die auf die öffentliche Hand ausgerichtete spezialisierte IT-Beratung und Softwareentwicklung der public systems GmbH und die auf Fach-Know-how basierende Dienstleistung der GADIV, die sich an Kunden aus dem Bereich der gesetzlichen Krankenkassen richtet. Know-how aus den Bereichen Versicherung und Lotterie ist direkt bei der adesso AG angesiedelt. Zwar sind Wettbewerber mit hochwertigen IT-Dienstleistungen durchaus im Markt präsent, adesso verbindet jedoch IT- mit Branchen-Know-how und erreicht hierdurch eine Alleinstellung. Die Beratungsleistung von adesso setzt im Normalfall ein, nachdem die strategische Beratung (etwa durch McKinsey) abgeschlossen ist und es um die konkrete Ableitung der IT-Strategie und deren Umsetzung durch einzelne Maßnahmen geht.

**Die adesso AG koordiniert Projektaktivitäten, verfügt über den Personalpool und ist in allen Zielbranchen aktiv. Hohe Kundenbindung trotz Projektcharakter. Branchenlösungen helfen bei Penetration.**

Die adesso AG nimmt bei dem Geschäftsmodell die entscheidende Rolle ein. Sie entlastet die deutlich kleineren Tochtergesellschaften von administrativen Aufgaben und kann durch Rückgriff auf den Personalpool dafür sorgen, dass auch große branchenbezogene Projekte bewältigt werden können. Das Personal der adesso AG besteht daher sowohl aus etwa 70 eigenen Beratern, sowie auch aus IT-Experten, die in verschiedenen Branchenprojekten einsetzbar sind.

Durch die hohe Branchenexpertise gelingt der adesso AG eine hohe Kundenbindung, obwohl es sich bei der IT-Beratung eher um Projektgeschäft handelt. In den bisher adressierten Branchen wie Versicherungen und Banken, insbesondere jedoch bei den Krankenversicherungen kommt es oft in kurzer zeitlicher Abfolge zu gesetzlichen Veränderungen. Die erforderliche IT-Beratung um hierauf zu reagieren sorgt für einen nahezu kontinuierlichen Fluss an Beratungsprojekten. Für die Kunden würde unserer Ansicht nach der Wechsel des tief in die Materie involvierten Beraters zu deutlich höherem Aufwand führen, weshalb der bisherige Dienstleister auch bei kommenden Aufträgen berücksichtigt werden dürfte. Zusätzlich wird die Bindung durch gemeinsame Seminare und den Besuch von Fachkonferenzen gestärkt. Branchenspezifische Lösungen, insbesondere wenn sie in der Branche als Standard etabliert werden können, erhöhen ebenfalls die Bindung von Bestandskunden. Eigenentwickelte Lösungen sind zudem ein wichtiges Mittel zur Neukundengewinnung und unterstützen somit die Ausbreitung innerhalb der adressierten Branche.

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

# adesso AG

29. April 2008

Die Projekte von adesso haben in der Regel einen individuellen Charakter, weil neue Wege und Lösungen entwickelt werden müssen. Der Projektumfang lässt sich insbesondere bei größeren Projekten, deren Komplexität exponentiell ansteigt, schwer kalkulieren. adesso ist daher bestrebt, den Anteil der Festpreisprojekte bei unter 20% zu halten, da Fehlkalkulationen und ausufernde Projekte mit erheblichen Risiken verbunden sein können.

In allen adressierten Branchen verfügt adesso neben der Kompetenz in der IT-Dienstleistung auch über eigene Softwarelösungen. In den meisten der Branchen handelt es sich jedoch um sehr spezifische Lösungen. inSIGHT beispielsweise wird bei Versicherungen als Tool zum Austausch von GDV-Datensätzen genutzt. Deutlich größeres Potenzial bieten die zwei branchenunabhängigen Lösungen „FirstSpirit“ und „web in | MOTION“.

Die Tochter e-Spirit AG vertreibt mit ihren gegenwärtig 60 Mitarbeitern die selbstentwickelte, javabasierte CMS-Lösung „FirstSpirit“. Die Lösung ist unabhängig von Plattformen und Datenbanken, bietet den Fähigkeiten der Nutzer angepasste Clients und erlaubt komfortables Monitoring. Zum FirstSpirit-Konzept gehört auch die konsequente Trennung von Inhalt, Darstellung und Struktur. Hierdurch und durch den verwendeten Unicode werden Mehrsprachigkeit sowie die Darstellung in kyrillischer, chinesischer oder arabischer Schrift ermöglicht. Hervorzuheben sind ferner die perfekte Integrierbarkeit etwa in das SAP NetWeaver Portal, das IBM WebSphere Portal und den Microsoft Office SharePoint Portal Server 2007, die auch gleichzeitig bedient werden können. Die Darstellung von hochauflösendem Videocontent ist ein weiteres relevantes Alleinstellungsmerkmal und wird durch die Unterstützung von Hochverfügbarkeitsclustern mit Lastenverteilung ermöglicht. Referenzen sind neben Merz Pharma, der Bausparkasse Wüstenrot und Sport1 auch das Webangebot von Sendern wie N24 (100.000 Änderungen pro Tag, 7 GB Datenvolumen in 4 Wochen, weitere Anforderungen wie Revision und Historisierung).

**Individueller Projektcharakter erschwert Projektkalkulation, Festpreisprojektanteil soll unter 20% bleiben**

**Produkte: Potenzial durch branchenunabhängige Softwarelösungen**

**FirstSpirit: Eine High-End-CMS-Lösung mit perfekter Integrierbarkeit und Hochverfügbarkeit.**

**Tabelle 06: Leistungsmerkmale der FirstSpirit Lösung**

## Leistungsmerkmale FirstSpirit im Überblick

Perfekte Anbindung an (nahezu) alle Datenbanken

Javabasierte Client/Server-Anwendung

Bearbeitung mehrsprachiger Websites möglich

Einfaches Monitoring von Speicherauslastung und Benutzeranzahl

Über 1.500 parallel arbeitende Redakteure pro Cluster, über 500 pro System

Über 1.000 Veröffentlichungen pro Tag möglich

200 MB Pressespiegel (30 PDF-Seiten aus 4 Datenquellen) lassen sich in 10 Minuten generieren

Quelle: e-Spirit AG

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

## Umsetzung von Webportalen auf mobilen Endgeräten.

adesso mobile solutions schlägt in gewisser Weise eine Brücke zwischen den Softwareprodukten und den IT-Dienstleistungen des Unternehmens. Mit Hilfe der eigenerstellten web in|MOTION Lösung und einer beratenden Dienstleistung konzipiert das Unternehmen die Umsetzung von für das Internet konzipierten Webportalen auf mobile Endgeräte. Hierbei können verschiedene Internetseiten, beispielsweise ein Autohersteller und die Finanzierungsangebote der Spezialbank des Herstellers, miteinander kombiniert dargestellt werden, um die Nutzung des Mediums Mobiltelefon komfortabler zu gestalten. Da die Inhalte in der Regel nicht eins zu eins konvertiert werden, sondern dem kleineren Bildschirm Rechnung getragen wird, zieht web in|MOTION die Inhalte direkt aus dem Content Management System.

## Exkurs: Referenz mobil.goyellow.de

Die Internetseiten des Online-Branchenbuchs GoYellow.de wurde von adesso mobile solutions mit Hilfe der web in|MOTION Software für mobile Endgeräte nutzbar gemacht (<http://mobil.goyellow.de>). Der Service, der 34 Millionen Datensätze umfasst und kontinuierlich wächst, ermöglicht die Suche nach Privatadressen und gewerblichen Angeboten. Gegenwärtig zählt GoYellow täglich über eine halbe Million Suchanfragen. Eine Übertragung des Angebotes auf das Medium mobile Endgeräte war daher konsequent. Das GoYellow-Management sieht in der neuen Mobilversion eine gute Möglichkeit Personen zu adressieren, die ihren Alltag von unterwegs per Handy organisieren. Insgesamt dürften sich Nutzerzahlen durch das neue Medium steigern lassen. Der IT-Leitung der Süddeutschen Zeitung, ebenfalls Kunde von adesso, berichtete von einer monatlichen Steigerung der Seitenabrufe von über 30% nach Einführung der gemeinsam mit adesso mobile solutions entwickelten Mobile-Marketing-Strategie.

## Lotteriegeschäft muss sich internationalisieren.

adesso zählt neun von 16 staatlichen Lotteriegesellschaften in Deutschland zu seinen Kunden. adesso betreibt auf Basis seiner Branchen- und Technologiekompetenz im Lotteriegeschäft derzeit mit einer eigenen Gesellschaft eine Onlineannahmestelle. Aufgrund gesetzlicher Veränderungen dürfen die Landeslottogesellschaften seit Ende 2006 nicht mehr Online die Scheinannahme über Dritte abwickeln lassen. Ab 2009 wird dies auch für private Anbieter der Fall sein, somit wird dieses Geschäftsfeld 2009 in Deutschland eingestellt. Hoffnungen bestehen in Auslandsmärkten, wo das Unternehmen erste Interessenten für die eigenen Produkte (in|FOCUS und in|POINT) fand. adesso will die eigene Kompetenz im Lotteriegeschäft nutzen, um zunehmend an internationalen Ausschreibungen teilzunehmen. Mit einem Beratungsprojekt in Russland wurden bereits erste Erfolge verzeichnet. Dennoch dürfte der Anteil der aus dem Geschäft mit Lottogesellschaften erzielten Umsätze (2007: 14%) sinken.

## Neuer adesso Vorstand: Beide verschmolzenen Unternehmen vertreten

Der Vorstand von adesso besteht aus den drei bisherigen adesso-Vorständen (vor der Verschmelzung) und dem ehemaligen BOV-Vorstand, Herrn Christoph Junge. Der bisherige Vorstandsvorsitzende der BOV AG Herr Dirk Sebald ist aus dem Vorstand ausgeschieden.

## Vorstandsvorsitzender wesentlich an adesso beteiligt.

Der Vorsitzende des Vorstands, Herr Rainer Rudolf (Jahrgang 1962), gehörte 1997 zum Kreis der Gründer der adesso AG und leitete neben administrativen auch alle kaufmännischen Aktivitäten. Gegenwärtig verantwortet Herr Rudolf die Bereiche Human Resources, Administration und Recht. Mit einem Aktienpaket von 18,8% (7.539.858 Aktien) ist Herr Rudolf zweitgrößter Einzelaktionär der adesso AG.

## Management

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

# adesso AG

29. April 2008

Herr Christoph Junge (Jahrgang 1970), der von der BOV AG in den Vorstand von adesso gekommen ist, verantwortet die Aufgabenfelder Finanzen, Mergers & Acquisitions sowie Investor Relations. Bevor Herr Junge 2005 in den BOV-Vorstand berufen wurde, war er als Direktor Finanzen und Unternehmensentwicklung in der Gesellschaft tätig. Gegenwärtig besitzt Herr Junge rund 59.500 adesso Aktien.

Dr. Rüdiger Striemer (Jahrgang 1968) promovierte 1998 am Fachbereich Informatik der TU Berlin und startete seine berufliche Laufbahn 1999 als Business Development Manager bei der adesso AG. Bereits 2001 wechselte Dr. Striemer in den Vorstand der adesso AG, wo er zunächst die Verantwortung für die strategische Geschäftsentwicklung und Unternehmenskommunikation übernahm. Gegenwärtig verantwortet Dr. Striemer innerhalb des Vorstands die Bereiche Software Development und Corporate Development. Herr Striemer besitzt 174.000 adesso-Aktien.

Der bereits 2000 in den Vorstand von adesso berufene Herr Michael Kenfenheuer (Jahrgang 1958) leitet die Bereiche Consulting und Sales. Auf Basis langjähriger Erfahrungen in der Projektleitung verfügt Herr Kenfenheuer über ein gutes Netzwerk von Fach- und Branchenexperten. In die Verantwortung von Herrn Kenfenheuer fällt auch die Koordination der vertrieblichen Aktivitäten. Herr Striemer besitzt 343.708 adesso-Aktien.

Alle Vorstände von adesso sind über eigenen Aktienbesitz direkt am Erfolg des Unternehmens beteiligt. Zusammen verfügten Vorstand und Aufsichtsrat zum 31.12.2007 über 47,5% der Gesamtstimmrechte. Neben der Partizipation am Unternehmenserfolg über privaten Aktienbesitz gibt es drei weitere Komponenten erfolgsabhängiger Vergütung: 1.) Ab einem Mindestgewinn wird eine Tantieme linear zum EBT ausbezahlt, diese ist durch einen Maximalbetrag gekappt 2.) Ein dynamischer Gehaltsanteil, der sich am Grad der Erfüllung der getroffenen Zielvereinbarung bemisst und 3.) Aktienoptionen, die die Vorstände zu den gleichen Konditionen beziehen dürfen, wie die adesso-Mitarbeiter.

In der nachfolgenden Tabelle werden Aktien und Aktienoptionen zum 31.12.2007 dargestellt. Die geplanten Optionen sind daher ebenso wenig enthalten wie die Aktienkäufe des Vorstands Junge (in Summe: 9.000 Aktien) im Januar dieses Jahres.

**Alle Vorstände am Unternehmenserfolg direkt beteiligt.**

**Tabelle 07: Aktien- und Optionsbesitz der Organmitglieder zum 31.12.2007**

Name	Funktion	Anzahl Aktien	Anzahl Aktienoptionen
R.Rudolf	Vorstand	7.539.858	0
C.Junge	Vorstand	50.500	0
M.Kenfenheuer	Vorstand	343.708	0
Dr.R.Striemer	Vorstand	174.000	0
Prof.Dr.V.Gruhn	Aufsichtsrat	10.890.725	0
Prof.Dr.W.Folz	Aufsichtsrat	0	0
D.Porzel	Aufsichtsrat	0	0

Quelle: adesso AG

Der Aufsichtsrat von adesso besteht aus dem Aufsichtsratsvorsitzenden, Professor Dr. Volker Gruhn, sowie Herrn Dieter Porzel und Professor Dr. Willibald Folz.

## Gründer führt den Aufsichtsrat

Der Aufsichtsratsvorsitzende Professor Dr. Volker Gruhn gründete die adesso AG 1997. Mit einem indirekt über die Setanta GmbH gehaltenen 27,2%igem Aktienpaket ist Professor Dr. Gruhn zudem größter Aktionär der adesso. Professor Gruhn ist seit 2002 Inhaber des Lehrstuhls „Angewandte Telematik/e-Business“ (Stiftungslehrstuhl der Deutschen Telekom) an der Universität Leipzig. Sein Forschungsgebiet ist die Entwicklung mobiler, verteilter Softwaresysteme. Professor Gruhn ist Autor und Co-Autor von rund 120 nationalen und internationalen Veröffentlichungen.

Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende, Herr Porzel, begann nach seinem Diplomingenieursstudium seine berufliche Karriere in der Computerentwicklung der Siemens AG. Spätere berufliche Stationen waren die US-amerikanische Control Data Corp. (CDC), wo Herr Porzel die Bereiche Systemberatung und Vertrieb betreute. Des Weiteren war Herr Porzel Vorsitzender der Control Data GmbH (Frankfurt), Vice-President Europe bei Cybernet Services (Brüssel) sowie Vorstandsmitglied der Control Data Systems (Minneapolis).

Das Aufsichtsratsmitglied Prof. Dr. Willibald Folz promovierte nach einem Studium der Rechtswissenschaften und der Volkswirtschaft im Fachbereich Betriebswirtschaftslehre. Seine berufliche Laufbahn begann Professor Folz als Referent im Bayerischen Finanzministerium und in der Bayerischen Staatskanzlei. In der Folgezeit war Professor Folz in Leitungsfunktionen verschiedener Banken, darunter die Bayerische Landesbank, die Deutsch-Skandinavische Bank AG (Vorstandsmitglied) und die Münchner Hypothekbank eG (Sprecher des Vorstands). Gegenwärtig ist er Vorsitzender des Aufsichtsrates der Münchner Hypothekbank eG. Seit 1997 ist Professor Folz Honorarprofessor an der Katholischen Universität Eichstätt/Ingolstadt (Bankenrecht und Genossenschaftswesen) und zudem Vorsitzender des Hochschulrats der Universität Bamberg und des Kuratoriums der Hochschule für Philosophie (München).

## Aktionärsstruktur

**Tabelle 08: Aktionärsstruktur der adesso AG (10/2007)**

Aktionär	Anteil
Prof. Dr. V. Gruhn (Setanta GmbH)	27,23%
R. Rudolf	18,85%
L. Fresenius	6,84%
M. Hochgürtel (MIH GmbH)	5,15%
J. und M. Nussbaumer (JMA GmbH)	4,71%
S. Wiesenberg (Stefan Wiesenberg GmbH & Co. KG)	4,34%
J. Bodemann	3,50%
S. Walgenbach	3,50%
Sonstige Aktionäre	25,88%

Quelle: adesso AG

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

# adesso AG

29. April 2008

## Marktumfeld

### Allgemeine Marktdaten

Der gesamte deutsche ITK-Markt, inklusive des Bereiches Konsumelektronik, hat 2007 um 2% zugelegt. Während schwache Wachstumsraten im Bereich Hardware (+0,7%) das Bild trübten, waren die Bereiche Software (+5,2%) und vor allem IT-Services (+7,9%) gewohnt stark. Der Zyklus läuft bereits seit 2004 und hatte 2007 erneut eine Beschleunigung erfahren. Nun dürfte jedoch der Zenit erreicht sein und sich die Wachstumsdynamik auf hohem Niveau abschwächen. Die Bereiche Software und IT-Services werden aus Sicht der Branchenverbände BITKOM und EITO auch in den kommenden Jahren die wachstumsstärksten Marktsegmente bilden. Hierbei wird im Bereich IT-Services jedoch mit einer leicht abflachenden Wachstumsdynamik gerechnet, für 2008 wird ein Wachstum von 6,6% gegenüber dem Vorjahr erwartet, für 2009 liegt die Erwartung bei 6,5%.

**Tabelle 9: Wachstum in den Segmenten des ITK-Marktes**

Segment	2006	2007	2008e	2009e
IT-Services	4,8%	7,9%	6,6%	6,5%
Software	5,0%	5,2%	5,3%	5,0%
ITK-Markt (gesamt)	2,2%	2,0%	1,6%	2,0%

Quelle: BITKOM, EITO

Das Marktvolumen des ITK-Bereiches in Deutschland belief sich 2007 auf € 143 Mrd. Die für die adesso AG relevanten Marktsegmente IT-Services und Software erreichten Volumina von € 30,8 Mrd. bzw. € 14 Mrd. Der Anteil der beiden Bereiche am Gesamtmarkt wird von gegenwärtig 31,3% auf 34% in 2009 ausgebaut werden. Die nachfolgende Tabelle liefert einen Überblick über die Segmente des ITK-Marktes. Die Zuordnung, erfolgte nach den Regeln der EITO. D.h. die Entwicklung kundenspezifischer Software ist als IT-Service zu verstehen.

Erklärtes Ziel von adesso ist es, organisch doppelt so schnell zu wachsen wie der Gesamtmarkt. Bezogen auf den IT-Service Markt impliziert das auf Grundlage der aktuellen BITKOM-Schätzungen jährliche Wachstumsraten von mindestens 13% in den Jahren 2008 und 2009.

### Marktstruktur

Es gibt, anders noch als vor ein paar Jahren, seitens vieler Unternehmen die Bereitschaft zu höheren IT-Budgets. Ziele die hiermit erreicht werden sollen, sind beispielsweise Effizienzsteigerungen in der eigenen IT-Landschaft und bei den eigenen Prozessen. Die Zahl der Unternehmen, die um IT-Projekte konkurrieren ist sehr hoch und der Markt fragmentiert. Insbesondere Standarddienstleistungen stehen unter Preisdruck. Grund hierfür sind auch Near-Shore und Off-Shoreanbieter, die einfache und aus der Ferne durchführbare IT-Dienstleistungen zu niedrigen Preisen anbieten. Im Bereich der spezialisierten Beratung und bei Premium-Dienstleistungen sind derartige Tendenzen nicht in der gleichen Schärfe zu beobachten. adesso hat sich als Premiumanbieter positioniert und versucht nicht über den Preis Marktanteile zu erobern. Indiz für die hohe Qualität der

**IT-Services (08e: 6,6%) und Software (08e: 5,3%) sind und bleiben die wachstumsstärksten Segmente des ITK-Marktes.**

**Marktvolumen ITK 2007: € 143 Mrd., rund 31% entfielen auf Software und IT-Services.**

**adesso peilt zweistelliges Umsatzwachstum an.**

**Kunden zeigen Bereitschaft zu höheren IT-Budgets, Standarddienstleistungen dennoch unter starkem Preisdruck**

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

**Wettbewerbsdruck durch große Anbieter und kleine lokale Wettbewerber**

Dienstleistungen sind die namhaften Referenzkunden von adesso bzw. der Tochtergesellschaften.

Trotz spezialisiertem Know-how und Branchenfachkenntnissen spürt auch adesso den Wettbewerbsdruck. Im Wettbewerb sieht sich adesso Unternehmen gegenüber, die über ungleich größere finanzielle und personelle Ressourcen verfügen. Kleine IT-Dienstleister haben mitunter günstigere Kostenstrukturen, eine gute lokale Vernetzung oder versuchen mit einer Niedrigpreisstrategie einen Kundenzugang zu schaffen. Gegenüber den großen Anbietern kann sich adesso durch größere Flexibilität abgrenzen, im Wettbewerb mit kleineren Unternehmen verfügt adesso über die Vorteile größerer Ressourcen.

**Auch interne Entwicklungsabteilungen sind als Wettbewerber zu sehen.**

Als externe Softwareentwickler stehen die adesso-Töchter auch im Wettbewerb zu den internen Entwicklungsabteilungen, die bestrebt sind, möglichst viele Projekte im Haus zu erledigen. Bisher war die Entlohnung für IT-Experten bei einem externen Dienstleister deutlich attraktiver, die externen Dienstleister waren daher oftmals fachlich besser. Mittlerweile hat sich die Einkommensschere zwischen externen und internen IT-Spezialisten geschlossen. Besonders in wirtschaftlich guten Zeiten bauen viele Unternehmen ihre internen IT-Abteilungen aus. Im Gegensatz zu den internen Abteilungen können externe Dienstleister jedoch deutlich flexibler eingesetzt werden. Insbesondere bei Großprojekten ist auch die schnelle Verfügbarkeit weiterer fachlich geeigneter Projektmitarbeiter ein Faktor, der zur Beauftragung externer Dienstleister führt. Auch der oft zu beobachtende Trend zur Variabilisierung von Beraterkosten dürfte externe Dienstleister begünstigen.

**IT-Dienstleistungen: Basierend auf spezifischem Wissen die Penetration in den Kernbranchen ausbauen.**

## Marktsegmente

### IT-Dienstleistungen

Grundstrategie von adesso im Bereich branchenbezogener IT-Dienstleistungen ist der Aufbau von Branchen-Know-how. Im Rahmen von Projekten entwickelte Lösungskerne sollen und werden zu Branchenlösungen weiterentwickelt. Die Penetration soll auf diese Weise in der betreffenden Branche gesteigert werden, möglich ist dies vor allem, wenn es adesso gelingt mit den ersten Projekten eine hohe Wahrnehmbarkeit in der betreffenden Branche zu erreichen und sich als Premiumanbieter mit tiefen Branchenkenntnissen zu positionieren. Hierin besteht die wesentlichste Unterscheidung zwischen adesso und dem Großteil der im riesigen IT-Dienstleistungsmarkt (Marktvolumen: € 30,8 Mrd. allein in Deutschland) der DACH-Region.

**AG fungiert als Generalunternehmer und schafft durch Projektmanagement hohe Flexibilität.**

### Die Rolle der adesso AG

Die adesso AG fungiert bei den Projekten der Tochtergesellschaften und bei eigenen Projekten als Generalunternehmer. Zudem werden administrative Funktionen für die Töchter übernommen. Durch den Personalpool bei der adesso AG besitzt der Konzern bei der Teilnahme an Projekten eine hohe Flexibilität, bezogen auf den Personaleinsatz. IT-Spezialisten ohne engen Branchenbezug können zwischen den Projekten verschiedener Endkundensegmente wechseln. Dem Projektmanagement und der Projektsteuerung kommt somit eine hohe Bedeutung zu. Aufgrund des individuellen Charakters vieler adesso Projekte sind Aufträge zu Festpreisen eher eine Ausnahme. Der Anteil von Festpreisprojekten soll unter 20% gehalten werden. Ausufernde Festpreisprojekte könnten in großem Ausmaß Mitarbeiter binden, ohne dass dies gesondert entlohnt werden würde. Anderer-

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



# adesso AG

29. April 2008

seits bieten Festpreise in kleinen gut kalkulierbaren Projekten die Chance auf überdurchschnittliche Margen.

Primär eröffnen sich die Chancen und Wettbewerbsvorteile im umkämpften IT-Services Markt für den adesso-Konzern durch Branchenexpertise in Kombination mit IT-Dienstleistungen. Dies ermöglicht in den Zielbranchen die Positionierung als Premiumanbieter. adesso kann sich zudem in allen adressierten Markt Bereichen bei den Kunden gegenüber großen, kapitalstarken Wettbewerbern über die höhere Flexibilität und die „Augenhöhe mit dem Kunden“ differenzieren. Gegenüber kleineren IT-Dienstleistern kann adesso die eigene Größe bezogen auf Mitarbeiteranzahl, Kapitalausstattung und Leistungsportfolio als Trumpf ausspielen

**Besonderheit des adesso-Ansatzes bietet partielle Vorteile gegenüber größeren und kleineren Wettbewerbern.**

## IT-Dienstleistungen im Gesundheitswesen

Gemessen am gesamten IT-Budget der gesetzlichen Krankenkassen ist der Marktanteil von adesso an diesem Marktsegment gering. Nimmt man jedoch eine genauere Leistungsabgrenzung vor und betrachtet ausschließlich individuelle und produktabhängige IT-Services, so dürfte der Marktanteil von adesso im hohen einstelligen Prozentbereich liegen. Durch die Beteiligung an ISKV-Projekten ist die Wahrnehmbarkeit von adesso in der Gesundheitsbranche hoch. Die ISKV ist ein von den Gesetzlichen Krankenversicherungen (GKV) gegründeter IT-Dienstleister, der die IT-Projekte dieser Versicherungen abwickeln und koordinieren soll. Aufgrund gesetzlicher Besonderheiten sehen wir das deutsche Gesundheitswesen als einen Markt mit hohen Eintrittsbarrieren für branchenfremde oder ausländische Wettbewerber.

**Gesundheitswesen: Ein Nischenmarkt mit hohen Eintrittsbarrieren**

Die 1986 gegründete adesso Tochter GADIV aus Much bei Köln, ist als Beratungs- und Softwarehaus auf das Gesundheitswesen ausgerichtet. Das Unternehmen, das 2007 mit 16 Mitarbeitern einen Umsatz von rund € 1,4 Mio. erzielte ist seit 21 Jahren Entwicklungspartner der ISKV. GADIV unterstützt ISKV-Projekte in den Bereichen Systemanalyse, Konzeption, Programmierung, Support/Wartung und Projektleitung. Dienstleistungen (Finanz-Check, Bestands-Check) sind eine Kombination aus Beratung und Tools.

**Tochter GADIV ist schwerpunktmäßig auf den Gesundheitsbereich ausgerichtet**

Mit eigenen Software-Produkten (AutoBUC, FB3BUC, KVKenn, MORBI-DC) wird das Leistungsspektrum der GADIV abgerundet. Bereits 50 der insgesamt rund 250 (Stand 1/2006) gesetzlichen Krankenkassen in Deutschland konnten als Produktkunden gewonnen werden. Wachstumstreiber für 2008 sind unter anderem das ISKV Basis- und Projektgeschäft, sowie die neue Software MORBI-DC. Seit 2008 müssen die Kassenleistungen (für MORBI-RSA) melden. Hierbei können nur eindeutig den Versicherten zugeordnete Daten gezählt werden, bei 5% der Daten ist eine automatische Zuordnung gegenwärtig nicht möglich. MORBI-DC kann diese Quote reduzieren und damit zu Prozesskostensparnissen beitragen. Für 2008 erwartet das Unternehmen etwa T€ 200 Umsatz mit MORBI-DC bei einem Gesamtumsatz von knapp € 1,6 Mio., hiervon werden voraussichtlich etwa 70% über die ISKV erwirtschaftet.

**Eigene Produktlösungen für Spezialanwendungen mit teilweise starker Marktstellung**

Die Quintessenz Beratungs GmbH ist eine weitere Beteiligung aus dem Gesundheitsbereich. Das Unternehmen, an dem adesso eine 20%ige Beteiligung hält, hat es sich zur Aufgabe gemacht Krankenhäuser und Reha-Kliniken in der Anpassung ihrer IT-Strukturen zu beraten. In dieser Nische dürfte ein etwas höherer Wettbewerbsdruck herrschen als im Segment Krankenkassen. Auch börsennotierte Gesellschaften wie die Nexus AG sind im Umfeld der Krankenhäuser als IT-Dienstleister aktiv.

**Quintessenz berät Krankenhäuser und Reha-Kliniken.**

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

## Breites IT-Dienstleistungsspektrum für Versicherer

### IT-Dienstleistungen im Bereich (Rück-)Versicherungen

Im Bereich der Versicherungen und Rückversicherungen bietet adesso selbst ein breites Spektrum an unabhängigen Beratungsdienstleistungen und Softwareentwicklung. Zu den Beratungstätigkeiten zählen Leistungen die ausgeprägtes fachlich-spezifisches Know-how erfordern. Dazu gehören die Business-Analyse, die Geschäftsprozessoptimierung, die Entwicklung einer IT-Strategie, Optimierung der IT-Architektur, aber auch die Fach- und Feinkonzeption, Softwareentwicklung und Implementierung. Zu den Lösungen und Projekten aus dem Bereich zählen unter anderem die Entwicklung und Einführung von Bestandsführungssystemen, ein Online-Maklerportal, sowie eine Portalentwicklung zur Prozessoptimierung zwischen Rück- und Erstversicherungsunternehmen.

## Sitgate: Hochwertige Beratungsleistungen für den Finanzsektor

### IT-Dienstleistungen im Bereich Banken

Die im vergangenen Jahr akquirierte Sitgate AG ist im Bereich Finanzsektor/Banken aufgestellt. Die drei größten Kunden (in 2007: DWS, Allianz und Deutsche Bank) kommen aus diesem Bereich und verantworten wie im Vorjahr (DWS, ERGO und A.M.-Konzern (Aachener-Münchener)) über 50% des Umsatzes. Mit einem Jahresumsatz von ca. € 7 Mio. und 35 Mitarbeitern gehört Sitgate zu den größeren Tochtergesellschaften der adesso. Externe Mitarbeiter verantworteten in der Vergangenheit einen Umsatzanteil von rund 20%.

## Ziel: Mehr Strategieberatung

Über die Einstellung weiterer höher qualifizierter Mitarbeiter soll der Anteil strategischer Beratungsdienstleistungen (Tagessätze über € 1.250 pro Tag) weiter ausgebaut werden. Desweiteren sollen Vertrieb und außerdeutsches Geschäft (Luxemburg, ggf. Schweiz) gestärkt werden. Wir sehen vor allem im Vordringen in höherwertige Strategieberatung eine notwendige Maßnahme um sich vom Massengeschäft mit Standardberatungsdienstleistungen im Finanzbereich abzugrenzen. Zudem kann die Strategieberatung als Türöffner für weitere nachgeordnete Dienstleistungen fungieren.

## public systems adressiert die öffentliche Hand

### IT-Dienstleistungen für die öffentliche Verwaltung

Die Ende 2005 gegründete public systems GmbH beschäftigt 16 Mitarbeiter und hat innerhalb des großen Marktes „IT-Dienstleistungen für die öffentliche Hand“ zwei Subsegmente besetzt: Steuerverwaltung und Bundeswehr. Insbesondere das Potenzial in der Steuerverwaltung soll genutzt werden, um mit den eigenen Leistungen Beratung, Anwendungsentwicklung und Projektmanagement andere Segmente des öffentlichen Sektors zu erschließen. Für 2008 ist ein Umsatz von knapp € 1,7 Mio. geplant, bei deutlich positivem Ergebnis (T€ 242).

## IT-Budgets: public systems kann profitieren, wenn es gelingt Differenzierungsmerkmale aufzubauen.

Die adressierbaren Budgets öffentlicher IT-Projekte sind oftmals sehr hoch, als Beispiel sei das Bundeswehrprojekt Herkules mit einem Volumen von rund € 7,6 Mrd. genannt. Der jährliche IT-Investitionsbedarf der Steuerverwaltung wird auf € 350 Mio. geschätzt. Wesentliche Einstiegshürde ist das Ausschreibungsrecht, bei offenen Ausschreibungen spielen neben den Preis auch Bekanntheit und Referenzen eine maßgebliche Rolle. Public systems steht gegenwärtig in starkem Wettbewerb zu Standardanbietern. Um diesen Zustand zu überwinden möchte das Unternehmen fachliches und produktbezogenes Know-how aufbauen und eine Zusammenarbeit mit Partnern etablieren.

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

# adesso AG

29. April 2008

## IT-Dienstleistungen für Lotteriegesellschaften

Der bisherige Betrieb von Online-Lottoannahmestellen in Deutschland muss 2009 mit dem neuen Lotterie-Staatsvertrag eingestellt werden. adesso hat jedoch Fachkenntnisse im Lotteriegeschäft aufgebaut und verfügt über eine Softwarelösung zur Realisierung von Online-Lottoannahmesystemen. Daher wird das Unternehmen verstärkt an Ausschreibungen im Ausland teilnehmen. Ein Beratungsprojekt in Russland war ein erster Erfolg dieser Strategie. Neben Russland ist das Unternehmen auch in Italien, Luxemburg und der Schweiz als Realisierungspartner aktiv, Anfragen aus weiteren Staaten liegen vor.

Das Lotteriegeschäft basiert weltweit auf drei verschiedenen Typen von Zentralsystemen. Die Lösung von adesso ist kompatibel zu all diesen Systemen, die in der Anschaffung zweistellige Millionenbeträge kosten, adesso kann hier durch die Beratung bei der Anschaffung an den Projekten partizipieren.

## adesso mobile solutions (Mobilisierungslösungen)

Als gegenwärtiger Trend ist zu beobachten, dass Konsumenten zunehmend Webinformationen, wie z.B. Verbraucherinfos, Wetterbericht und Börsenkurse unterwegs abrufen möchten. Hierzu gibt es im Markt zwei Ansätze: Erstens lassen sich Webinhalte für das Endgerät passend präsentieren, d.h. abweichend von der Webdarstellung, und dem Nutzer so (in Anbetracht des kleineren Bildschirms) einen vergleichsweise hohen Komfort bietend. Die zweite Möglichkeit ist der Apple-Weg, hier wird dem Nutzer die Möglichkeit gegeben auf dem Touchscreen die Darstellung der Webseite selbst zu bestimmen, bzw. nur Ausschnitte zu betrachten. Die adesso Lösung beschreitet den ersten Weg, der voraussetzt, dass Unternehmen bereit sind den durch das Programm gelieferten Mehrwert zu vergüten.

Ein typisches Projekt beginnt mit einer Definition der zu mobilisierenden Inhalte in einem gemeinsamen Workshop mit dem Kunden. Diesem ersten Schritt, der etwa einen halben Tag dauert, schließt sich die Erstellung von Konzept und Design an. Der Umsetzung und Tests durch adesso mobile solutions folgen weitere Tests und die Abnahme durch den Kunden. Der Abnahme schließt sich die Liveschaltung durch adesso an. Die nachfolgende Grafik zeigt den typischen Ablauf eines adesso mobile solutions-Projektes.

**Fachkenntnisse der Realisierung des Lotobetriebs sollen international genutzt werden.**

**Adesso-Lösung kompatibel zu allen drei Zentralsystemen.**

**adesso mobile: Ein komfortabler Weg zur Mobilisierung von Webinhalten**

**adesso mobile solutions: Typische Projektdauer zwei bis vier Wochen**

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

**Grafik 01: Typischer Ablauf von adesso mobile solutions Projekten**



Quelle: adesso mobile solutions

**FirstSpirit: Eine Plattform zur Content Integration...**

### FirstSpirit (Content Integration Plattform/CMS)

Zwischen der Content Integration Plattform „FirstSpirit“ und den Lösungen von adesso mobile solutions besteht eine Schnittstelle. FirstSpirit ist thematisch dem CMS (Content-Management-System) Umfeld zuzuordnen, das unter Anderem den Unterbau von Mobilisierungslösungen wie „FirstSpirit“ bildet. Mit einem Marktvolumen von rund US\$ 4 Mrd. weltweit bildet CMS jedoch einen deutlich größeren Endmarkt ab. FirstSpirit verfügt über wesentliche Alleinstellungsmerkmale (Historisierbarkeit, Darstellung hochauflösender Streaming Inhalte) gegenüber CMS-Standardlösungen und ist auch in sehr großen Projekten einsetzbar. Das durchschnittliche Lizenzvolumen soll so weiter gesteigert werden.

**...mit Alleinstellungsmerkmalen gegenüber Standard CMS-Lösungen**

Die durch FirstSpirit ermöglichte Darstellung hochauflösender Streaming-Inhalte ist besonders für Unternehmen aus dem Bereich Medien interessant. Weitere Besonderheit ist die Historisierbarkeit der online gestellten Daten, diese ermöglicht den Kunden die Darstellung der Website zu vergangenen Zeitpunkten nachzuvollziehen. Unter bestimmten Umständen (z.B. einer SEC oder BaFin-Überprüfung) kann ein Unternehmen sogar verpflichtet sein die Darstellungen der Website zu vergangenen Zeitpunkten nachzuweisen. Zu den wichtigsten Wettbewerbern der eSpirit aus dem CMS-Umfeld gehören RedDot, CoreMedia und Day. Die 1993 in Oldenburg gegründete RedDot wurde 2005 für rund € 43 Mio. von Hummingbird übernommen und diese wiederum 2006 von OpenText. Bei der nachfolgenden Tabelle ist zu beachten, das RedDot nicht auf CMS beschränkt ist, sondern sich z.B. im Bereich WCM (Web Content Management) als globaler Marktführer sieht.

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

# adesso AG

29. April 2008

**Tabelle 10: Wichtigste Wettbewerber der eSpirit im CMS-Umfeld**

	Gründung	Kunden	Berater	Referenzenauswahl	Sonstiges
RedDot	1993 (Oldenburg)	rund 2.600	n.a.	AOK Online, Depfa, SEB, BITKOM, KarstadtQuelle	Gehört seit 2006 zu Open Text
CoreMedia	1996 (Hamburg)	über 200	über 500	ARD, Bertelsmann, BILD, O2, T-Online, Deutsche Telekom	Kunden- schwerpunkte: Medien und Telekommunikation CHF 20,6 Mio.
Day	1993 (Basel)	n.a.	110 (30.9.07)	Deutsche Post, ARAL, UBS, DaimlerChrysler, General Electric	Umsatz in 2006; börsennotiert

Quelle: BankM, jeweilige Unternehmensangaben

Die Region Großbritannien/Irland, die sich 2007 besser als erwartet entwickelte, soll 2008 plangemäß ausgebaut werden. Obwohl sich in 2007 nicht alle Wachstumshoffnungen erfüllten, zeigte eSpirit ein Umsatzwachstum von über 25%. Auch 2008 wird das Unternehmen deutlich schneller als der Gesamtmarkt wachsen, wir erwarten ein Umsatzwachstum von rund 25%.

**Zuwachsraten deutlich über Marktwachstum des CMS-Marktes.**

## Ertrags- und Vermögenslage

adesso berichtet auf Konzernbasis nach den Vorschriften der „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) und als im General Standard notiertes Unternehmen halbjährlich. Die Quartalszahlen werden in Form von Zwischenmitteilungen kommentiert. Das Geschäftsjahr endet zum 31.12.

**adesso bucht nach IFRS.**

Der Konsolidierungskreis der adesso umfasst elf Gesellschaften, an denen der Konzern bis auf zwei Ausnahmen (GADIV GmbH und public systems GmbH) jeweils zu 100% beteiligt ist. Der Großteil der Umsätze wird durch die AG erwirtschaftet. Wir schätzen den Umsatzbeitrag der AG in 2008 auf knapp 60%, der Anteil am Vorsteuerergebnis dürfte bei rund 53% liegen. Maßgebliche Risiken aus der Konzernstruktur und der Vielzahl an Beteiligungen sehen wir nicht.

**AG erwirtschaftet Großteil von Umsatz und Ergebnis.**

Zum 31.12.2007 lag bei einer Bilanzsumme von € 48,2 Mio. die Eigenkapitalquote bei 44%. Der vergleichsweise hohe Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten (€ 21,8 Mio.) erklärt sich im Wesentlichen durch Rückstellungen (€ 6,9 Mio.), Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen und POC (€ 6,45 Mio.) sowie eine sonstige Finanzverbindlichkeit (€ 4,3 Mio.), die sich aus der Treuhänderfunktion von adesso für Landeslottogesellschaften ergibt. Kurzfristige Darlehen verantworten lediglich rund € 0,9 Mio. In Summe übersteigen die kurzfristigen Vermögenswerte (€ 28,5 Mio.) die kurzfristigen Verbindlichkeiten (€ 21,8 Mio.) deutlich. Wesentliche Unterpositionen sind der Kassenbestand von € 11,6 Mio. (ohne treuhänderisch verwaltete Mittel) und der Forderungsbestand (inkl. POC) von € 11,7 Mio. Die liquiden Mittel übersteigen das zinstragende Fremdkapital (€ 3,75 Mio.) deutlich, die Nettoverschuldung der adesso AG liegt somit bei € -7,8 Mio.

**Eigenkapitalquote von 44%, Kassenbestand von € 11,6 Mio.**

Bezogen auf den Forderungsbestand zum Jahresende (ein durchschnittlicher Forderungsbestand der neuen adesso war nicht verfügbar) lagen die durchschnittlichen Zahlungsziele bei rund drei Monaten (93 Tage). Der Forderungsbestand dürfte nach Unternehmensangaben langfristig weiterhin mehr als 20% der

**Zahlungsziele von rund 90 Tagen.**

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

**Working Capital bei nur €2,0 Mio., betriebsnotwendiges Kapital bei €7,2 Mio.**

Bilanzsumme ausmachen. Typischerweise erfolgt bei Projekten von adesso am Projektstart eine Anzahlung von 30%, weitere 30% werden bei der Bereitstellung zur Abnahme gezahlt, der Rest (40%) ist erst nach der Abnahme fällig.

Unter Berücksichtigung der nichtzinstragenden Verbindlichkeiten (€9,7 Mio.) lag das netto Working Capital zum Jahresende 2007 bei nur rund €2,0 Mio. Die Quote dürfte auch in der Zukunft gering ausfallen. Vorräte spielen beim Geschäftsmodell von adesso keine Rolle, der Betrag von T€ 4 wird nach Veräußerung der BOV Training noch weiter sinken. Bei einem Anlagevermögen von € 5,2 Mio. beträgt das betriebsnotwendige Kapital somit ca. € 7,2 Mio. bzw. etwa 15,8% des 2007er Umsatzes.

**Verlustvorträge verhindern Dividendenzahlungen und mindern zukünftige Steuerbelastung**

adesso hat im Geschäftsjahr 2007 eine Dividende ausgeschüttet. Nach der Verschmelzung ist dies aufgrund des nun vorhandenen handelsrechtlichen Verlustvortrages vorerst nicht möglich. Der Verlustvortrag hat zur Bildung aktiver latenter Steuern in Höhe von € 4,6 Mio. geführt. Die Steuerquote lag 2007 bei 25,3%. In den kommenden Jahren rechnen wir aufgrund der aufgebrauchter Verlustvorträge in der Schweiz und der Sitgate, die der vollen Steuerlast unterliegt mit einer gegenüber dem Vorjahr leicht gestiegenen Steuerquote von rund 28,8% auf Konzernebene.

**Goodwill von €8 Mio. aus zwei Akquisitionen.**

Der Goodwill für erworbene Geschäfts und Firmenwerte beläuft sich auf € 8,0 Mio. Hiervon sind € 4,3 Mio. auf die Sitgate zurückzuführen und € 3,5 Mio. auf den Erwerb der BOV AG im Zuge der Verschmelzung. Zudem wurden im Rahmen des Zusammenschlusses erworbene Kundenlisten mit € 4,7 Mio. bewertet und über drei Jahre abgeschrieben. Diese werden dem Posten immaterielle Vermögenswerte zugerechnet, der sich zum 31.12. auf insgesamt rund € 5,5 Mio. belief.

**Theoretisch wären Akquisitionen bis zu €30 Mio. finanzierbar.**

Das genehmigte Kapital beträgt € 1,76 Mio. Da die liquiden Mittel die Finanzverbindlichkeiten übersteigen, könnte der Finanzspielraum theoretisch um Fremdkapital erweitert werden. Mit einer Kapitalerhöhung und einer zusätzlichen Verschuldung bis zu einer Eigenkapitalquote von 35% wären Projekte bis zu € 30 Mio. finanzierbar. Das Unternehmen plant - aufgrund des frisch abgeschlossenen Verschmelzungseffektes - jedoch mit kleineren Akquisitionen zu starten. Wir rechnen bei der ersten Akquisition mit einem Target, das Umsätze im mittleren einstelligen Millionenbereich erwirtschaftet und dem Bereich strategische Beratung zuzuordnen sein wird. Die Portfoliobereinigung wurde mit dem Verkauf der BOV Training im ersten Quartal 2008 abgeschlossen. Hierdurch entstand ein Buchgewinn von T€50.

**Marktüberdurchschnittliches Wachstum im Bereich IT-Services.**

Das IT-Services Segment trägt unseren Erwartungen nach rund 48 Mio. bzw. rund 80% zu den 2008er Konzernumsätzen bei. Das ausgewiesene Wachstum gegenüber dem Vorjahr (+30,4%) ist aufgrund kalendarischer Effekte (Sitgate-Übernahme und adesso Schweiz AG) überzeichnet. Rein organisch dürfte das Wachstum in den Jahren 2008 bis 2010 bei knapp 10% p.a. liegen. Die EBT-Margen werden mittelfristig weiterhin um die 10%-Marke schwanken. Prägend für den Services Bereich ist die Entwicklung der adesso AG, die fast 70% der Segmentumsätze erwirtschaftet und bei einem Umsatzwachstum von über 10% EBT-Margen zwischen 9% und 10% zeigen wird. Zweitwichtigste Tochter in dem Segment ist Sitgate (Umsatz 2008e rund € 7,8 Mio.), deren hochwertige Beratungsleistungen sehr EBT-Margenstark (um 15%) sind.

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

# adesso AG

29. April 2008

Der Schlüssel zu den im Branchenvergleich hohen Margen im IT-Services Bereich beruht neben der Qualität der angebotenen Leistung (branchenspezifische Kenntnisse) auf einem guten Projektmanagement. Aufgabe des Konzerns ist es den Personalpool der adesso AG innerhalb akquirierter Projekte möglichst optimal zu nutzen. Allgemein ist die hohe Auslastung der eigenen Berater der Schlüssel zu einem guten Margenniveau, bei einer Überauslastung muss jedoch auf externe Kräfte zugegriffen werden. Da dies mit höheren Kosten verbunden ist entsteht ein negativer Margeneffekt. Einge kaufte Fremd(dienst)leistungen tauchen in der Gewinn- und Verlustrechnung als Materialaufwand auf.

Das Segment IT-Solutions wird von eSpirit geprägt, die rund 80% der Segmentumsätze erwirtschaftet. Die EBT-Marge des Segmentes IT-Solutions (um 7%) wird kurzfristig durch adesso mobile belastet, die ausgehend von niedriger Basis, sehr stark expandiert (durchschnittliches Umsatzwachstum 07 bis 10e: 28,5%) und dabei das Margenniveau deutlich wird ausbauen können. Langfristig bietet der Bereich Solutions die größere Umsatzdynamik. Durch die Skalierbarkeit und Internationalisierbarkeit kann bei einer weiter positiven Entwicklung des Vertriebs der Lösungen der Bereich auf ein deutlich höheres Margenniveau kommen als der (nicht skalierbare) Servicebereich.

Im Produktgeschäft fallen jährlich Wartungs- und Lizenzerlöse an, diese verantworten einen Anteil von 18% bis 20% an den Gesamtumsätzen des Segmentes IT-Solutions. Ein Großteil der Wartungs- und Pflegeumsätze (rund € 0,9 Mio. von insgesamt € 1,4 Mio.) wird in den Monaten Januar und Februar fakturiert. Diese Umsätze werden monatlich abgegrenzt.

**Gutes Projektmanagement und Premium-Angebote ermöglichen 10%ige EBT-Margen.**

**IT-Solutions: Durchschnittliches Wachstum bis 2010 bei 28,5% p.a.**

**Stabile Lizenz und Wartungserlöse**

## Bewertung

### DCF-Modell

Bei der Bewertung nach der Free Cash Flow Methode haben wir ein Beta von 1,8 unterstellt, weil es sich bei adesso um ein Wachstumsunternehmen mit gegenwärtig geringem Handelsvolumen an den Börsen handelt. Der risikolose Zins liegt bei 5%, der für adesso relevante Zinsspread bei einhundert Basispunkten (1%). Die Risikoprämie liegt bei 5%. Daraus resultieren Eigenkapitalkosten von 13,5%, unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Kapitalstruktur (Eigenkapitalquote 07e: 43,5%) errechnet sich ein WACC von 9,1%.

Die Bewertung der adesso AG nach der Free Cash Flow Methode liefert einen fairen Wert von € 1,52 pro Aktie. Hierbei blieb allerdings der Barwert der Verlustvorträge unberücksichtigt.

**Beta bei 1,8;  
WACC bei 9,1%.**

**Der faire Wert liegt bei €1,52**

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

Tabelle 11: Free Cashflow Bewertung

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e
Umsatz	55,165	63,486	73,039	76,691	80,525	84,551	88,779	93,22	97,88	102,77
EBITDA	5,738	7,281	8,310	8,436	8,455	8,455	8,434	8,390	8,320	8,736
EBITDA-Marge	10,4%	11,5%	11,4%	11,0%	10,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,5%
EBIT	4,038	5,545	6,532	7,286	7,247	7,187	7,102	6,991	6,852	7,194
EBIT-Marge	7,3%	8,7%	8,9%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%	7,0%
Steuern	1,183	1,658	1,992	2,186	2,174	2,156	2,131	2,097	2,055	2,158
+ Abschreibungen	1,700	1,736	1,778	1,150	1,208	1,268	1,332	1,398	1,468	1,542
- Investitionen	1,203	1,460	1,631	1,380	1,399	1,419	1,440	1,462	1,486	1,560
- Veränderung WC	0,407	0,356	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408
Operativer Cashflow	2,945	3,807	4,277	4,462	4,473	4,471	4,455	4,422	4,370	4,609
Diskontierungsfaktor	0,917	0,841	0,771	0,707	0,648	0,595	0,545	0,500	0,458	0,420
Wert operativer CF heute	2,700	3,202	3,298	3,155	2,900	2,658	2,429	2,210	2,003	1,938
Kum. Wert der operat. CF	26,493									
Barwert des Restwertes	24,059									
Unternehmenswert	50,552									
- Nettoverschuldung	-10,374									
- Anteile Dritter	0,102									
Wert des Eigenkapitals	60,824									
Fairer Wert je Aktie in €	1,52									
Kurspotenzial in %	81,0%									
WACC	9,1%									
Langfr. Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM

### Peer-Group-Vergleich

Zur Peer-Bewertung der adesso AG haben wir deutsche Small Caps aus dem Bereich IT-Dienstleistungen und Software herangezogen. Bei sämtlichen Gesellschaften steht der IT-Services Bereich im Vordergrund. Lediglich Cenit erzielt über ein eigenes Produkt nennenswerte Softwareumsätze. Nahezu alle Gesellschaften verfügen über eigenentwickelte Softwareprodukte. Da Jahresüberschuss und EBIT von adesso 2008 von Goodwill-Abschreibungen belastet werden, haben wir auf eine Heranziehung der entsprechenden Kennzahlen verzichtet. Die Peer Bewertung impliziert einen fairen Wert von € 0,86 je Aktie.

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



# adesso AG

29. April 2008

**Tabelle 12: Peer Bewertung**

	MCap in Mio.€	EV/Sales 2008	EV/EBITDA 2008
AC-Service	20,898	0,33	3,80
Cenit	65,769	0,72	4,55
GFT	76,872	0,24	4,04
nextevolution	5,562	0,30	3,38
NorCom	15,514	0,31	3,03
SNP	25,144	1,17	5,62
Syskoplan	31,608	0,31	2,52
Tecon Technologies	12,924	0,21	2,83
Realtech	72,359	1,16	9,66
Mittelwert	36,294	0,53	4,38
adesso	33,601	0,43	4,17
Abschlag/Aufschlag	-7,4%	-17,9%	-4,9%
Implizierter fairer Wert in €		0,91	0,81
Fairer Wert pro Aktie in €			0,86
Fairer Wert in €Mio.			34,576

Quelle: BankM/JCF

**Tabelle 13: Margenvergleich**

	EBITDA-Marge 2008	EBIT-Marge 2008	Nettomarge 2008	EK-Quote 2007	EKR 2007
AC-Service	8,6%	3,8%	3,2%	41,0%	4,9%
Cenit	15,9%	14,5%	11,1%	66,1%	33,0%
GFT	5,8%	5,4%	3,9%	49,0%	15,5%
nextevolution	8,9%	7,9%	5,2%	59,8%	23,4%
NorCom	10,4%	7,8%	5,7%	72,8%	8,0%
SNP	20,8%	18,0%	11,8%	49,0%	30,4%
Syskoplan	12,2%	10,1%	5,7%	56,3%	11,9%
Tecon Technologies	7,5%	6,5%	5,0%	45,9%	10,8%
Realtech	12,0%	10,1%	6,8%	41,0%	16,7%
Mittelwert	11,3%	9,3%	6,5%	53,4%	17,2%
adesso	10,4%	7,3%	5,2%	43,5%	19,6%
Abschlag/Aufschlag	-8,3%	-21,6%	-19,4%	-18,6%	14,2%

Quelle: BankM/JCF

Bereinigt man die EBIT-Marge in 2008 noch von Goodwill-Abschreibungen (in Höhe von € 1,5 Mio.), erreicht die EBIT-Marge der adesso ein Niveau von rund 10%.

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

Tabelle 14: Vergleich der Wachstumsraten

	Umsatz CAGR (2007-2009e)	EBITDA CAGR (2007-2009e)	EBIT CAGR (2007-2009e)	EPS CAGR (2007-2009e)
AC-Service	4,4%	17,7%	29,1%	56,0%
Cenit	6,3%	10,0%	10,3%	12,4%
GFT	7,3%	14,4%	17,2%	25,7%
nextevolution	28,1%	35,4%	51,1%	23,1%
NorCom	16,6%	71,1%	98,4%	22,5%
SNP	10,0%	14,4%	16,6%	20,8%
Syskoplan	9,7%	6,2%	7,1%	17,0%
Tecon Technologies	5,0%	121,8%	278,4%	39,5%
Realtech	9,7%	11,2%	14,4%	11,2%
Mittelwert	10,8%	33,6%	58,1%	25,4%
adesso	17,9%	17,1%	31,7%	12,7%
Abschlag/Aufschlag	66,2%	-49,0%	-45,5%	-50,1%

Quelle: BankM/JCF

### Bewertungsfazit

Bei der Ermittlung des fairen Wertes haben wir die Peer Bewertung mit 70% gewichtet und die FCF-Methode mit 30%. Hintergrund dieser Gewichtung ist, dass im Markt gegenwärtig die Bereitschaft zu fehlen scheint, die auf Cash-flow Basis ermittelten Werte zu zahlen. Wie sich aus der Peer-Übersicht zeigt, werden IT-Dienstleister gegenwärtig mit Abschlägen gepreist. Durch die Gewichtung der Bewertung erhält man einen fairen Wert pro adesso-Aktie von € 1,06. Dies impliziert gegenüber dem aktuellen Kurs ein Potenzial von 26,2%.

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

# adesso AG

29. April 2008

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Als größere Einheit (Umsatzvolumen über €45 Mio. p.a.) hat sich die Wahrnehmbarkeit am Markt weiter verbessert.
- Innerhalb der der IT-Beratung hat adesso einen klaren Branchenfokus.
- Verbindung von IT- und Branchen-Know-how schafft hohe Markteintrittsbarriere.
- Namhafte Referenzkunden.
- Als Premium-Anbieter ist adesso von Offshoring-Aktivitäten weniger betroffen als Billiganbieter.
- Durch den Personalpool bei der AG verfügt der Konzern bei Projekten über eine hohe Flexibilität.
- Synergien aus der Verschmelzung wurden bereits gehoben.

### Schwächen

- Bedingt durch die Verschmelzung fehlt ein „echter“ Trackrecord von adesso (neu) am Kapitalmarkt. adesso muss sich am Kapitalmarkt erst noch einen Ruf erarbeiten.
- Bedingt durch die geringen Handelsvolumina weist die adesso-Aktie eine hohe Volatilität auf.
- Gewisse Abhängigkeit von Großkunden.
- Kleine Wettbewerber haben oft höhere Flexibilität, große Systemhäuser sind global aufgestellt und verfügen über höhere Finanzkraft.
- Angesichts der Subprime-Krise könnten insbesondere die IT-Budgets der Banken (einer Kernbranche von adesso) gekürzt werden.

### Chancen

- Weitere Synergien aus der Verschmelzung wie Cross-Selling. Das breitere Leistungsspektrum verbessert die Marktchancen.
- Stärkung der Position in etablierten Branchen durch weitere branchenspezifische Softwarelösungen
- Einige Branchen in denen adesso bereits etabliert ist (Krankenversicherungen, Finanzdienstleister) unterliegen permanenten gesetzlichen Veränderungen, die notwendige Anpassungen der IT nach sich ziehen.
- Wachstum in neue Branchen.
- Verpflichtung eines Designated Sponsors erleichtert die Handelbarkeit der adesso-Aktie.
- Aktie könnte als Akquisitionswährung genutzt werden.

### Risiken

- Gefahr einer Wachstumsabschwächung durch Mangel an geeigneten Mitarbeitern.
- Allgemeine konjunkturelle Risiken. Die IT-Budgets der Kunden sind konjunkturabhängig, im Fall von adesso ist dieser Effekt durch Branchensonderthemen gemildert.
- Die Steuerbarkeit der zahlreichen Tochterunternehmen könnte ein Risiko werden.

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

## Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	27,421	45,646	55,165	63,486	73,039
Erhöhung/Verm. 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	1,931	2,227	2,691	3,097	3,563
Gesamtleistung	29,352	47,873	57,856	66,584	76,602
Herstellungskosten	-2,230	-3,653	-5,179	-5,085	-6,192
Bruttoergebnis	27,122	44,220	52,677	61,499	70,410
Personalaufwand	-17,491	-26,700	-32,108	-37,107	-42,500
Sonstige betriebliche Erträge	-6,756	-12,213	-14,831	-17,111	-19,601
EBITDA	2,875	5,307	5,738	7,281	8,310
Abschreibungen/Amortisation	-0,388	-2,108	-1,700	-1,736	-1,778
EBIT	2,487	3,199	4,038	5,545	6,532
Finanzergebnis	0,058	0,052	0,074	0,215	0,390
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	2,545	3,251	4,111	5,760	6,921
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,985	-0,822	-1,183	-1,658	-1,992
Anteile Fremder	-0,016	-0,041	-0,041	-0,041	-0,041
Nettoergebnis	1,544	2,388	2,887	4,061	4,888
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,544	2,388	2,887	4,061	4,888
Gewichtete Anzahl Aktien	10,792	29,852	40,002	40,002	40,002
EPS	0,14	0,08	0,07	0,10	0,12
EPS bereinigt	0,14	0,08	0,07	0,10	0,12
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: adesso AG / BankM

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

# adesso AG

29. April 2008

Bilanzen (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Anlagevermögen	1,709	14,731	14,234	13,958	13,811
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,909	13,586	10,586	7,586	4,585
Sachanlagen	0,715	1,053	3,556	6,280	9,134
Finanzanlagen	0,085	0,092	0,092	0,092	0,092
Umlaufvermögen	12,246	23,270	28,746	34,921	42,057
Vorräte	0,008	0,004	0,005	0,006	0,006
Forderungen	7,007	11,669	14,102	16,230	18,672
Kasse und Wertpapiere	5,231	11,597	14,638	18,686	23,379
Sonstiges Aktiva	3,725	10,230	10,230	10,230	10,230
Summe Aktiva	17,680	48,231	53,210	59,109	66,098
Eigenkapital	3,779	20,983	23,911	28,013	32,942
Rücklagen	3,733	20,922	23,809	27,870	32,758
Anteile Dritter	0,046	0,061	0,102	0,143	0,184
Rückstellungen	4,775	7,379	7,402	7,427	7,453
Verbindlichkeiten	5,425	13,475	15,502	17,275	19,309
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,070	3,753	3,753	3,753	3,753
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,355	9,722	11,749	13,522	15,556
Sonstige Passiva	3,701	6,394	6,394	6,394	6,394
Summe Passiva	17,680	48,231	53,210	59,109	66,098

Quelle: adesso AG / BankM

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,958	5,885	4,245	5,507	6,325
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-1,115	-2,197	-1,203	-1,460	-1,631
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-0,408	2,665	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-0,565	6,353	3,041	4,047	4,693
Flüssige Mittel am Ende der Periode	5,231	11,597	14,638	18,686	23,379

Quelle: adesso AG / BankM

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

Kennzahlen	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,19	0,42	0,41	0,29	0,19
EV/EBITDA	1,77	3,58	3,96	2,56	1,68
EV/EBIT	2,05	5,95	5,63	3,37	2,14
P/E berichtet	6,64	11,25	11,64	8,27	6,87
P/E bereinigt	6,64	11,25	11,64	8,27	6,87
PCPS	3,49	4,73	7,29	5,77	5,02
Preis/Buchwert	2,75	1,28	1,41	1,21	1,03
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>					
Brutto Marge	98,9%	96,9%	95,5%	96,9%	96,4%
EBITDA Marge	10,5%	11,6%	10,4%	11,5%	11,4%
EBITA Marge	9,1%	7,0%	10,0%	11,1%	11,0%
EBIT Marge	9,1%	7,0%	7,3%	8,7%	8,9%
Vorsteuer Marge	9,3%	7,1%	7,5%	9,1%	9,5%
Netto Marge	5,6%	5,2%	5,2%	6,4%	6,7%
ROE	82,6%	19,6%	13,0%	15,8%	16,2%
ROCE	70,6%	20,0%	22,1%	27,7%	31,2%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	112,8	110,8	117,4	122,1	127,6
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	6,4	5,8	6,1	7,8	8,5
Anzahl Mitarbeiter	243	412	470	520	572
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	21,4%	43,5%	44,9%	47,4%	49,8%
Gearing	-1,320	-0,351	-0,434	-0,514	-0,579
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cashflow Kennzahlen</b>					
Cashflow pro Aktie	0,27	0,19	0,12	0,15	0,17
Free Cashflow pro Aktie	0,18	0,17	0,09	0,11	0,13
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	1,4%	4,6%	0,4%	0,4%	0,4%
Working Capital/Umsatz	6,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Steuerquote	38,7%	25,3%	28,8%	28,8%	28,8%

Quelle: adesso AG / BankM

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. Insbesondere nicht-qualifizierte Anleger sollten sich hinsichtlich ihrer Anlageentscheidung fachlich beraten lassen. 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 adesso AG.

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

Bisher erfolgten keine Veröffentlichungen über den Emittenten.

### 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 keine inhaltlichen 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:

29.04.2007

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

Schlusskurse vom 25.04.2007

#### 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.

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, haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ist an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und hat sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

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 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. 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 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, vor deren Emission 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](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 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)" 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 anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich über entsprechende Beschränkungen informieren und diese 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. 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. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtet 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 damit keine Haftung für Schäden und Folgeschäden, die auf leichter Fahrlässigkeit beruhen, es sei denn dass eine Haftung auch in diesem Fall aus rechtlichen Gründen zwingend ist, wie z. B. gem. § 309 Ziffer 7. lit a) BGB.

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



# adesso AG

29. April 2008

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.**

© 2008 BankM | Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Reuterweg 16, D-60323 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Bahnstraße 37, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

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