

## Basisstudie

### Analysten:

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

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

**Fair Value € 7,90**

**Kaufen**

## Talsole durchschritten, adesso kommt gestärkt aus der Krise

Die sich im Jahresverlauf bei adesso abzeichnende Entwicklung legt eine Rückkehr auf den bisherigen übergeordneten Wachstumspfad nahe. Auftragseingang und Auslastung reichten in Q3 bereits wieder an die Vorjahreswerte heran. Während der Auftragsseingang im ersten Quartal krisenbedingt nahezu zum Erliegen kam, deutete sich bereits in Q2 eine Erholung an. Die Tagessätze gerieten auf Grund der Positionierung im Premiumbereich durch die Krise nicht unter Druck. adesso hat die zurückliegenden Quartale genutzt, um antizyklisch zu investieren. Dies scheint sich nun auszuzahlen. Daher gehen wir davon aus, dass das Unternehmen von der sich abzeichnenden Normalisierung der Auftragslage überproportional profitieren wird. Allerdings erwarten wir für 2010 noch nicht, dass das nachhaltige EBITDA-Margenniveau von über 10% bereits wieder erreicht wird. Das Unternehmen weist aktuell eine günstige 2010er EV/EBITDA Relation von 4,1 auf. Das Kursziel sehen wir bei € 7,90 und empfehlen die Aktie zum Kauf.

- In Q3 hat adesso zu alter Stärke zurückgefunden. Der Umsatz stieg auf € 18,3 Mio. (+8% ggü. Q3 2008). Das EBITDA erreichte mit knapp € 2,5 Mio. das Vorjahresniveau. Die EBITDA-Marge lag einen Prozentpunkt tiefer bei 13,6%. Das Konzernergebnis lag mit € 1,54 Mio. dagegen sogar 14% über dem im Q3 2008 erreichten Wert.
- Gegenüber dem Vorjahr hat adesso die Mitarbeiterzahl einer antizyklischen Strategie folgend weiter ausgebaut. Das Auslastungsniveau entspricht bereits wieder jenem vor der Krise. Für die Bereiche Public (Öffentliche Hand), Logistik und Telekommunikation hat adesso hoch qualifizierte Senior Business Developer und teilweise auch Vertriebskräfte eingestellt. Hierdurch sind gegenwärtig die Margen noch belastet, erste Umsätze dürften die neuen Bereiche im kommenden Jahr liefern.
- Akquisitionen sind ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie, da sie eine schnelle Penetration neuer Märkte und die Stärkung bestehender Geschäftsbereiche ermöglichen. Jüngst hat adesso über ihre österreichische Tochtergesellschaft ein IT-Beratungshaus (Umsatz: ca. € 2 Mio. p.a.; über 25% EBT-Marge) zugekauft. Wir denken, dass adesso Akquisitionen mit einem Volumen von bis zu € 7 Mio. ohne Kapitalerhöhung oder zusätzliche Fremdkapitalaufnahme bewältigen kann.

### Ergebniskennzahlen (in € Mio., EPS, DPS in €)

Jahr	Umsatz	EBITDA	EBIT	EBT	ber. JÜ	ber. EPS	DPS	EBIT Marge	Netto Marge
2007	45,6	5,3	3,2	3,3	2,4	0,42	0,00	7,0%	5,2%
2008	66,8	8,1	4,5	4,6	4,2	0,74	0,00	6,7%	6,3%
2009e	68,5	5,0	2,7	2,7	2,4	0,42	0,00	3,9%	3,5%
2010e	77,3	6,1	3,8	3,8	3,4	0,60	0,21	4,9%	4,4%
2011e	85,1	8,5	5,9	6,0	4,1	0,72	0,25	6,9%	4,9%

Quelle: BankM-Research

Kennzahlen	2009e	2010e	2011e
EV/Umsatz	0,37	0,32	0,29
EV/EBITDA	4,99	4,09	2,95
EV/EBIT	9,39	6,61	4,24
P/E bereinigt	12,9	9,1	7,5
Preis/Buchwert	1,12	1,00	0,91
Preis/FCF	9,39	6,61	4,24
ROE	0,09	0,12	0,13
Dividendenrendite	0%	4%	5%
<b>Anzahl Aktien</b> (Mio. Stück)			5,7
<b>Market Cap./EV</b> (Mio. €)		31,1 / 42,3	
<b>Free Float</b>			20%
<b>WKN</b>			A0Z23Q
<b>ISIN</b>			DE000A0Z23Q5
<b>Bloomberg</b>			ADN:GR
<b>Branche</b>			IT/Software
<b>Rechnungslegung</b>			IFRS
<b>Marktsegment</b>			Regulierter Markt
<b>Transparenzlevel</b>			General Standard
<b>Geschäftsjahr</b>			31.12.
<b>Kurs 04.12.2009</b> (Xetra-Schlusskurs)			5,44



adesso AG (Stammaktien, Xetra, blau) vs.  
DAXsubsector IT-Services (rot)  
Quelle: Deutsche Börse AG

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

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

## Inhalt

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell	4
Historie	6
Produkte und Dienstleistungen	6
Management	8
Aktie	9
Strategie	9
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>10</b>
Allgemeine Marktdaten	10
Wettbewerb	18
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>20</b>
<b>BEWERTUNG</b>	<b>22</b>
DCF-Modell	22
Peer-Group-Vergleich	23
Bewertungsfazit	26
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>27</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>28</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>31</b>

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

## Investment Case

In der Verknüpfung von IT- und branchenspezifischen Beratungsdienstleistungen besteht ein wesentliches Alleinstellungsmerkmal der adesso AG. Dies und die Premiumpositionierung der Gesellschaft haben den Druck auf die Tagessätze deutlich reduziert und erlauben das Erzielen von EBITDA-Margen, die über dem Marktdurchschnitt liegen.

Innerhalb der Kernbranchen (Versicherungen, Banken, Gesundheitswesen, Lotterien) strebt adesso einen hohen Kundenanteil unter den jeweiligen Top-Unternehmen an. Dies ist bisher sehr gut gelungen. So waren 2008 in Deutschland sieben der zehn führenden Banken Kunden von adesso, ebenso wie 15 der Top-25 Versicherungen. In neue Branchenentwicklungen ist adesso als Dienstleister auf diese Weise sehr frühzeitig involviert. Dies hilft den Know-how-Vorsprung zu verteidigen.

Die unterdurchschnittliche EBITDA-Marge in der ersten Jahreshälfte war im Wesentlichen auf die schwachen Ergebnisse zweier Beteiligungen zurückzuführen: adesso Schweiz und e-Spirit. adesso Schweiz dürfte durch eine erfolgreiche Neupositionierung die Schwächephase bereits überwunden haben, die Auslastung stieg im Q3 bereits merklich an und auch bei e-Spirit deutet eine gut gefüllte Pipeline darauf hin, dass die Talsohle durchschritten wurde. Wir denken, dass diese beiden bisher belastenden Faktoren in den kommenden Quartalen wieder positive Ergebnisbeiträge liefern werden.

Durch den Zukauf der CFC Informationssysteme wurde das Österreichgeschäft erheblich verstärkt. adesso Austria ist nun mit insgesamt über € 6 Mio. Jahresumsatz einer der bedeutendsten IT-Dienstleister Österreichs. CFC ist Spezialist für die effiziente Abbildung von Geschäftslogik und Prozessen in den IT-Systemen. Der Kauf erfolgte über die 100%ige Tochter adesso Austria und ist unter Nutzung der gegenwärtig günstigen Fremdkapitalkonditionen finanziert, wobei ein Teil des Kaufpreises erfolgsabhängig ist.

Mit dem Thema Rechtsschutz hat adesso ein neues Subsegment etabliert, das den medienbruchfreien Datenaustausch zwischen Rechtsschutzversicherung und Anwälten erlaubt. An den Entwicklungskosten haben sich führende Rechtsschutzversicherer in Deutschland beteiligt. Die Vergütung der Lösung wird transaktionsbasiert erfolgen. Wir schätzen das Umsatzpotenzial in der Reifephase der Lösung auf etwa € 1 Mio. pro Jahr.

Mit der durchgeführten Kapitalherabsetzung kann adesso künftig Dividenden ausschütten. Für das Geschäftsjahr 2009 wird es unserer Einschätzung nach jedoch noch keine Ausschüttung geben. Die Bilanzsituation ist solide, die Eigenkapitalquote liegt bei 53% (per 30.09.2009). Die immateriellen Vermögensgegenstände und die Geschäfts- und Firmenwerte (rund 29% der Bilanzsumme zum 30.06.2009) stufen wir als werthaltig ein.

Ausblick: Inklusiv der Anfang 2009 akquirierten Landesgesellschaft in Österreich möchte adesso in diesem Jahr einen Umsatz zwischen € 68 Mio. und € 70 Mio. erzielen. Das Ziel für die operative (EBITDA-) Marge wurde nach Veröffentlichung der Neun-Monats-Zahlen auf 7% angehoben.

Durch das antizyklische Investitionsverhalten dürfte adesso aber überproportional vom Ende der Krise in der IT-Dienstleistungsbranche profitieren. adesso sollte so mittelfristig wieder zu den gewohnten EBITDA-Margenniveaus von über 10% zurückkehren können. Vor dem Hintergrund der bevorstehenden gesamtwirtschaftlichen Erholung ist adesso bei einem EV/EBITDA (2009) von 5 und einem ermittelten FCF-Wert von € 8,95 pro Aktie günstig bewertet.

**Tagessätze durch Positionierung stabil gehalten**

**Marktanteil bei Topkunden einer Zielbranche als Maßstab**

**Talsole bei adesso Schweiz und e-Spirit durchschritten**

**Zukauf stärkt adesso Austria**

**Transaktionsbasierte Vergütung bei Rechtsschutzversicherern**

**Ausschüttungsfähigkeit erlangt**

**Margenziele für 2009 angehoben**

**Rückkehr auf den Wachstumspfad scheint geglückt**

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

## Unternehmensprofil

**adesso AG: Ein spezialisiertes Beratungsunternehmen**

Zum Konsolidierungskreis des IT-Dienstleisters adesso AG mit Hauptsitz in Dortmund zählen fünf in- und zwei ausländische Tochtergesellschaften. Das Unternehmen ist neben den acht inländischen Standorten mit Niederlassungen in Zürich, Luxemburg, London und Wien vertreten. Die absolute Zahl der Beschäftigten nach der Übernahme der österreichischen Tochtergesellschaft und den gezielten Neueinstellungen lag zum 30.09.2009 bei 573 Mitarbeitern. In den ersten neun Monaten 2009 lag der Umsatz bei € 50,9 Mio. (+6% ggü. Vorjahreszeitraum), hierin enthalten sind 2% anorganisches Wachstum.

**Klare Organisationsstruktur: Ausschließlich Mehrheitsbeteiligungen**

Die adesso AG besitzt sieben Mehrheitsbeteiligungen. Mit Ausnahme der GADIV GmbH (Much), an der adesso mit 61% beteiligt ist, verfügt die Gesellschaft ausschließlich über 100%ige Tochtergesellschaften. Diese sind sämtlich in der DACH-Region angesiedelt und arbeiteten in 2008 alle profitabel. adesso Schweiz und e-Spirit konnten sich 2009 den Auswirkungen der schwachen Konjunktur weniger gut entziehen und mussten zeitweise Verluste hinnehmen. Die Tochter adesso Austria wurde durch die Übernahme und anstehende Integration der CFC Informationssysteme, einem Premium-IT-Beratungshaus, erheblich gestärkt. Die nachfolgende Grafik zeigt die Organisationsstruktur der adesso AG.

**Tabelle 01: Konsolidierungskreis der adesso AG**

Organigramm			
Beteiligungsquote	Art der Beteiligung	Name	Kundenfokus/Spezialität
		<b>adesso AG</b>	
100%	direkt	adesso Schweiz AG	Landesgesellschaft
100%	direkt	adesso Austria GmbH	Landesgesellschaft
61%	direkt	GADIV GmbH	Krankenversicherungen
100%	direkt	adesso mobile solutions GmbH	Mobile Lösungen
100%	direkt	e-Spirit AG	High-End-CMS
100%	direkt	Sitgate AG	Finanzdienstleister

Quelle: adesso AG

## Geschäftsmodell

**Kombination aus IT- und branchenspezifischem Know-how**

Die adesso AG ist ein auf ausgewählte Branchen spezialisierter Premium-IT-Dienstleister dessen Alleinstellung in der Kombination aus branchen- und IT-spezifischem Know-how besteht. Dieses Wissen fließt in die Entwicklungen von individuellen Softwarelösungen für den Kunden ein. Neben den IT-Dienstleistungen, die 2008 etwa 86% der Gesamtumsätze verantworteten, vertreiben zwei der Tochtergesellschaften eigenentwickelte Standardsoftware-Lösungen. Diese adressieren die Themen Mobile Lösungen und High-End-CMS und sind damit branchenunabhängig. Die Produktlösungen dienen auch als Türöffner für die Erbringung von IT-Dienstleistungen. Dabei besetzt adesso jeweils hochqualitative Nischen. Kundenprojekte wickelt die Gesellschaft sowohl in Eigenregie als auch als Teil von Konsortien ab.

# adesso AG

7. Dezember 2009

In der Beratung setzt adesso eigene Branchenexperten ein, die einen guten Marktzugang besitzen. Die Beratung in der Projektfrühphase oder im Vorlauf eines Projektes eröffnet adesso den Zugang zu den Kunden. Die erste Beratungsphase ist als Business Consulting zu sehen, das Vision und Strategie thematisiert. Dem schließen sich IT-Beratungsleistungen an, welche die Umsetzung der Maßnahmen durch eine geeignete IT-Infrastruktur und eigens für den Kunden entwickelte Anwendungen unterstützen. Stärken von adesso bei dieser Projektaufteilung sind die flexible Projektorganisation und die zentrale passgenaue Einsatzplanung der Mitarbeiter.

Um den Kunden bei den IT-spezifischen Beratungsleistungen einen branchenbezogenen Mehrwert bieten zu können, hat sich adesso klar auf Kernbranchen ausgerichtet in denen das Unternehmen über zahlreiche namhafte Referenzen verfügt. Es ist geplant, im Abstand von drei Jahren weitere Kernbranchen zu erschließen. Der letzte Markteintritt in eine für adesso neue Kernbranche erfolgte 2007 im Bankensektor. 2008 zählten bereits sieben der Top-10-Banken zum Kundenkreis von adesso. Daneben besetzt das Unternehmen lukrative Nischenmärkte in fachlicher Nähe zu den Kernbranchen. Jüngstes Beispiel hierfür ist eine Lösung, welche den Datenaustausch zwischen Anwälten und Rechtsschutzversicherern ohne die bisher üblichen Medienbrüche abwickeln kann. Regional liegt der Tätigkeitsschwerpunkt von adesso in Mitteleuropa, insbesondere in Deutschland und der Schweiz, wo 2008 zusammen etwa 97% des Konzernumsatzes erzielt wurden.

Basierend auf dem eigenen Know-how oder durch die Akquise von speziellem Branchen-Know-how erfolgt typischerweise der Einstieg in neue Branchen. Zuletzt hat adesso die Positionen des Senior Business Developer für die Geschäftsbereiche Logistik, Telekommunikation und Öffentliche Hand geschaffen. Diese sollen den Aufbau der jeweiligen Geschäftsfelder vorantreiben. Mit ersten Umsätzen aus neu aufgebauten Segmenten ist nach etwa neun bis zwölf Monaten zu rechnen.

Obwohl es sich bei den IT-Dienstleistungen von adesso um Projektgeschäft handelt, ist die Kundenbindung vergleichsweise hoch. Dies liegt zum einen am Branchen-Know-how, vor allem aber daran, dass adesso für die Kunden am Entwicklungsprozess der Systeme beteiligt war. Ein Beispiel hierfür ist die Tochter GADIV, die seit über 20 Jahren in wechselnden Projekten für die IT-Dienstleister der gesetzlichen Krankenkassen tätig ist.

Die von adesso adressierten Branchen sind häufig stark reguliert. Der Gesetzgeber greift in diese Bereich oft ein, und Umwälzungen (Gesundheitsreform, Basel II etc.) haben eine große Tragweite. Selbst vor Projektabschluss kann der Gesetzgeber hier Änderungen einbringen, die für die betroffenen Unternehmen einen Mehraufwand bedeuten, da Programme und Systeme angepasst werden müssen. Hier kommt ein branchenerfahrener IT-Dienstleister wie adesso mittels Änderungsanforderungen, sogenannten Change Requests, zum Zug. Obwohl es sich bei den für den Kunden entwickelten Lösungen mitunter um Individualsoftware handelt, kann adesso in vergleichbaren Projekten gewonnene Erfahrung nutzen.

## Einstieg über Beratungsleistungen

**Kernbranchen:  
Versicherungen,  
Gesundheitswesen,  
Banken/Finanzdienst-  
leister und Lotterien**

## Ausdehnung auf weitere Branchen

## Projektgeschäft mit hoher Kundenbindung

**Gesetzgeber oft der  
Treiber für  
Neuprojekte und  
Change Requests**

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

## Historie

**Tabelle 02: Unternehmenshistorie**

Jahr	Ereignis
1992	Gründung der BOV Computersysteme GmbH (Essen)
1992	Gründung der BOV Computersysteme GmbH (Düsseldorf)
13.05.1997	Gründung der adesso Beratungsgesellschaft für Software-Prozeß-Management mbH (Dortmund) durch Rainer Rudolf und Prof. Dr. Volker Gruhn
13.08.2007	Eintragung der Verschmelzung der adesso (alt) und der BOV AG (gegründet 1992) im Handelsregister der BOV sowie Umfirmierung der BOV AG in adesso AG
Oktober 2007	Erwerb der Sitgate 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 AG
Juli 2008	Der strategische Aufbau der vierten Kernbranche Banken verläuft erfolgreich
Januar 2009	Erwerb der beiT Consulting GmbH (Wien) und Umfirmierung der erworbenen Tochter in adesso Austria AG
November 2009	Erwerb der österreichischen CFC Informationssysteme durch die Tochter adesso Austria AG

Quelle: adesso AG/BankM

## Produkte und Dienstleistungen

**Besonderheit ist die Kombination aus Branchen- und IT-Know-how**

adesso erreicht in einem wettbewerbsintensiven Markt (IT-Dienstleister) durch die Besetzung der Schnittstelle zwischen betriebswirtschaftlichen und technischen Themen eine gewisse Alleinstellung. Während das Auftragsvolumen volatil sein kann, sind die Tagessätze im Premiumbereich stabil. Gute Referenzen sorgen für eine hohe Sichtbarkeit in den adressierten Branchen. Akquirierte Projekte dienen zudem auch dem weiteren Know-how-Ausbau. Projekte im Bereich Lizenzsoftware (Themen: Content Management, Mobilisierung und Migration von Content) dienen hierbei oft als Türöffner.

**First Spirit und adesso mobile solutions sind branchenübergreifend einsetzbar und ergänzen sich**

Der Produktbereich, angesiedelt in den Tochterunternehmen e-Spirit und adesso mobile solutions, adressiert eine in Teilen ähnliche Kundengruppe. Zu einem gewissen Maße sind so Cross-Selling-Effekte mit dem Beratungsgeschäft möglich. Bei den Lösungen des Produktbereiches handelt es sich um Standardsoftware. Die Tochter adesso mobile solutions bietet mit der eigenen Lösung eine Möglichkeit, bestehende Web-Informationen ohne größere Anpassungen zu transformieren und optimiert auf verschiedenen Endgeräten darzustellen. e-Spirit tritt als Anbieter eines eigenentwickelten High-End Content-Management-Systems (CMS/First Spirit) auf. Die Umsätze der e-Spirit sind bedingt durch die Projektgröße und kundenseitige Projektverschiebungen größeren Schwankungen unterworfen. Beide Lösungen ergänzen sich und sind anders als die meisten anderen von adesso entwickelten Softwarelösungen nicht explizit auf bestimmte Branchen ausgelegt.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Neben den beiden erwähnten Lösungen gibt es weitere Produkte, die sehr stark auf bestimmte Bereiche, Branchen oder Einsatzfelder zugeschnitten sind (s. Tabelle).

**Standard-Lösungen teilweise auch mit speziellem Branchenfokus**

**Tabelle 03: Übersicht über eigenentwickelte Lizenz-Software (Auszug)**

Lösung	Anwendungsfeld/ Einsatzmöglichkeiten	Referenz (Auszug)	Sonstiges
inISIGHT	Ermöglicht die effiziente Nutzung von GDV-Datensätzen; richtet sich an Versicherer, Außendienst und Kooperationspartner (Makler)	Allianz, AWD, Barmenia Versicherungen, Victoria, Signal Iduna Gruppe, Zürich Gruppe	Java-basierte Produktfamilie, mit Modulen wie Adapter, Viewer, Analyser und Cleaner zum effizienteren Umgang mit GDV-Daten
inIMOTION	Stellt Inhalte auf verschiedenen Endgeräten optimiert dar; automatisierte Contentpflege; mobiles Vertriebsportal (AWD), mobiler Produktkatalog (Roche), offizielles mobiles Stadtportal	AWD, Stadt Berlin, Stadt Bremen, Zeitungsgruppe Thüringen, Roche (mobiler Produktkatalog)	Automatische Contentpflege; Echtzeitzugriff; hohe Sicherheit; lediglich ein Web- oder WAP-Browser ist für den Nutzer erforderlich
inITRACK	Gewinnung differenzierten Wissens über Nutzerverhalten auf Web-Portalen; Prinzipiell durch alle Inhaber kommerzieller Websites nutzbar		Das Tool ermöglicht eine Ausrichtung des Web-portals entlang des bisherigen Nutzerverhaltens
inIPOINT	Lösung für Multifunktionale SB-Terminals am POS (Point-of-Sales); Info-Terminal, Kundenstamm-datenpflege (Customer Self Service), Integration von Bezahl diensten, Aufgeben von Bestellungen	Nordwest Lotto und Toto Hamburg (NLTH)	Sehr vielfältige Einsatzmöglichkeiten; Informationstiefe kann nutzerabhängig dargestellt werden
inISCOPE	Model-Driven-Architecture (MDA)-Framework; MDA beschreibt eine Vorgehensweise in der Anwendungsentwicklung	Allianz, Commerzbank, Gen Re, Hutschinson, ThyssenKrup	Insbesondere bei großen Softwaresystemen ist ein Vorgehen nach MDA vorteilhaft
inISHARE	First Spirit Integrator für den Microsoft Office SharePoint Server (MOSS); sorgt für optimale Nutzungsmöglichkeit		Programm sorgt für Aktualisierungen im Hintergrund; Arbeiten ohne Kenntnisse des MOSS - Portals möglich
First Spirit	Verwaltung von Inhalten; Content-Management-System	Adolf Würth GmbH & Co. KG; BASF; EADS; LBBW; MAN; Sport1 GmbH	High-End CMS; die Lösung ist beliebig (kundenindividuell) erweiterbar

Quelle: Unternehmensangaben, BankM

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

## Management

### Vorstand

Der Vorstandsvorsitzende Rainer Rudolf (Jahrgang 1962) verantwortet die Bereiche Human Resources, Administration und Recht. Herr Rudolf zählt zu den Gründern der adesso AG und ist neben Herrn Prof. Dr. Gruhn deren größter Einzelaktionär. Das Vorstandsmitglied Christoph Junge (Jahrgang 1970), dessen Vertrag vor Kurzem vorzeitig bis Ende 2014 verlängert wurde, verantwortet die Bereiche Finanzen, Mergers & Acquisitions sowie Investor Relations. Seit Mai 2005 war Herr Junge Vorstandsmitglied der börsennotierten BOV AG. Dem Vorstand der adesso AG gehört Herr Junge seit der Verschmelzung von BOV AG und adesso AG an. Michael Kenfenheuer verantwortet innerhalb des Vorstands die Bereiche Sales und Consulting, eine Aufgabe, die er seit 2000 im Vorstand von adesso ausübt. Das vierte Vorstandsmitglied, der promovierte Informatiker Dr. Rüdiger Strierner, ist für die Bereiche Software Development und Corporate Communications zuständig. Seine Karriere bei adesso begann 1999 als Business Development Manager. Der Wechsel in den Vorstand erfolgte 2001.

### Erfolgsabhängige Vergütung

Gruppenweit sind für verschiedene Funktionsbereiche erfolgsabhängige Vergütungssysteme implementiert. Die Vorstände werden demnach auch an Ertrags- und Ergebniszielen gemessen und erfolgsabhängig vergütet. Teil dieser Vergütung ist ein Aktienoptionsprogramm, das den gleichen Konditionen unterliegt wie das unternehmensweit geltende Optionsprogramm für Mitarbeiter. Mit über 300 Mitarbeitern von adesso wurden variable Gehaltsbestandteile vereinbart, die sich auf persönliche Umsatzbeiträge oder übergeordnete, wirtschaftliche Unternehmensziele beziehen. Die variablen Bestandteile können in der Regel bis zu 30% der Gesamtvergütung ausmachen.

### Aufsichtsrat

Den Vorsitz des Aufsichtsrates führt Prof. Dr. Volker Gruhn (Jahrgang 1963), der die adesso AG 1997 gründete. Als Inhaber des Lehrstuhls für Angewandte Telematik/e-Business der Universität Leipzig und Autor von rund 200 nationalen und internationalen Veröffentlichungen genießt Prof. Gruhn in Fachkreisen eine hohe Reputation. Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende, Dipl.-Ing. Dieter Porzel, verfügt ebenfalls über langjährige Erfahrungen in der IT-Branche. Nach beruflichen Stationen bei der Siemens AG (Computerentwicklung) und der amerikanischen Control Data Corp. (Systemberatung/Vertrieb) war Dieter Porzel Vorsitzender der Geschäftsführung der Control Data GmbH (Frankfurt), Vice-President der Europe Cybernet Services (Brüssel) sowie Europa-Chef und Vorstandsmitglied der Control Data Systems (Minneapolis). Seit dem 22.07.2004 bis zur Verschmelzung mit der adesso AG gehörte Dieter Porzel dem Aufsichtsrat der BOV AG als dessen Vorsitzender an. Prof. Dr. Folz, der dem Aufsichtsrat als einfaches Mitglied angehört, lehrt an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Katholischen Universität Eichstätt/Ingolstadt (Fachbereich Bankenrecht und Genossenschaftswesen). Vorherige berufliche Stationen nach dem Studium der Rechtswissenschaft und Volkswirtschaft (mit anschließender Promotion) waren u.a. eine Referententätigkeit im Bayerischen Finanzministerium und der Bayerischen Staatskanzlei. Dem folgten Leitungstätigkeiten bei verschiedenen Banken (u.a. der Bayerischen Landesbank und der Münchner Hypothekenbank eG (Sprecher des Vorstands)). Neben der Aufsichtsratsstätigkeit bei adesso gehört

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Prof. Dr. Folz dem Aufsichtsrat der Bayerischen Beamten Lebensversicherung a.G. an und ist Vorsitzender der Aufsichtsräte der Münchner Hypothekenbank eG und der Gesellschaft für Managementberatung AG.

## Aktie

Die beiden Gründer, Prof. Dr. Volker Gruhn (Aufsichtsratsvorsitzender) und Rainer Rudolf (Vorstandsvorsitzender), sind über direkten und indirekten Aktienbesitz zu 26,53% bzw. 19,59% am Unternehmen beteiligt und damit die größten Einzelaktionäre. Herr Junge, der nicht zum Kreis der Gründer zählt, hat in jüngster Zeit Aktien von adesso erworben.

Bedingt durch eine zum 06. August 2009 wirksam gewordene Kapitalherabsetzung im Verhältnis 7:1 beläuft sich die Aktienanzahl auf 5.714.532 Stücke. Auswirkungen auf die Aktionärsstruktur hat diese Maßnahme nicht. Die beiden Gründer kontrollieren zusammen etwa 46% der ausstehenden Anteile.

**Vorstände und Aufsichtsräte am Unternehmen beteiligt...**

**...wesentliche Unternehmensanteile in Besitz der Gründer**

**Tabelle 04: Anteilsbesitz von Vorstand und Aufsichtsrat (zum 31.12.2008)**

Name	Funktion	Anteilsbesitz
R. Rudolf	Vorstand	19,6%
C. Junge	Vorstand	0,2%
M. Kenfenheuer	Vorstand	0,9%
Dr. R. Striemer	Vorstand	0,4%
Prof. Dr. V. Gruhn	Aufsichtsrat	26,5%
Prof. Dr. W. Folz	Aufsichtsrat	0,0%
D. Porzel	Aufsichtsrat	0,0%

Quelle: adesso

## Strategie

Ziel von adesso ist die Erlangung eines hohen Penetrationsgrades in den Kernbranchen und der adressierten Region. Bei den Top-25-Kunden der jeweils adressierten Branche soll eine Penetrationsrate von 50% erreicht werden. Hierdurch bleibt der Marktzugang über die hohe fachliche Expertise gewahrt, was gleichzeitig als Markteintrittsbarriere gegen Wettbewerber dient. (Das fachliche Know-how ist mitunter an die nationalen Gesetzgebungsprozesse geknüpft. Ein Beispiel hierfür ist Einführung des Gesundheitsfonds in Deutschland. Andere Staaten, die sich an dieser Lösung orientieren wollen (wie Österreich), bieten dann gute Chancen für adesso.)

adesso hat die Krise genutzt, um antizyklisch hochqualifiziertes Personal (Senior Business Developer und Vertriebskräfte) einzustellen und neue Geschäftsbereiche zu erschließen. Insgesamt stieg die Mitarbeiterzahl zum 30.09.2009 auf 573 (Vollzeitäquivalente). Die neuen Branchen Öffentliche Hand, Logistik und Telekommunikation befinden sich im Aufbau und werden in den ersten neun bis zwölf Monaten die Marge belasten. Erste Umsätze werden ab 2010 erwartet.

**Hohe Penetration in Kernbranchen angestrebt**

**Antizyklisch in Personal und den Aufbau neuer Geschäftsfelder investiert**

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

## Wachstumsmodell von adesso mit vier Dimensionen – Synergie durch Größe

Vereinfacht dargestellt nutzt adesso ein Wachstumsmodell, das auf vier Säulen basiert: (1) Die Erhöhung der Penetrationsrate in der Zielbranche, die zur Steigerung der Reputation und der Anhäufung von spezifischem Prozess-Know-how dient, ist von zentraler Bedeutung. Diversifikation in andere Branchen und Regionen (2). Ausbau des Lösungsportfolios (3). Durch Zukäufe (4) kann adesso Skaleneffekte heben. Diese wirken sich positiv auf die Verwaltungskosten aus, ermöglichen eine höhere Flexibilität bei der Planung von Projekten (Mitarbeiterzuteilung) und steigern die Wahrnehmbarkeit von adesso im Markt.

## Akquisitionen ein Mittel zur Stärkung der eigenen Marktstellung

Anorganisches Wachstum ist ein zentraler Bestandteil der adesso-Strategie, hierbei zielte adesso zumeist auf den Zukauf von spezifischem Know-how. Hierdurch wird die Positionierung von adesso in den Kernbranchen gefestigt und das für spezielle Branchen angebotene Leistungsportfolio erweitert. Gegenwärtig könnten wir uns Zukäufe von IT-Dienstleistern im Finanzbereich gut vorstellen. Die liquiden Mittel von adesso beliefen sich zum 30.09.2009 auf € 13 Mio. Akquisitionen bis zu einem Volumen von € 7 Mio. sollte das Unternehmen ohne die Aufnahme von Fremdkapital bewältigen können.

Innerhalb der Kernbranchen dient die aufgebaute Reputation als Vertriebsmultiplikator. Daneben muss adesso weiterhin in den Erhalt der Technologieführerschaft investieren, um die Nischen verteidigen zu können. Erträge, die über der operativen Mindestmarge (EBITDA) von 10% liegen, möchte adesso in beschleunigtes Wachstum investieren. Für 2009 strebt adesso vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise eine operative EBITDA-Marge von 7% an.

## Marktumfeld

### Allgemeine Marktdaten

## Verband reduziert 2010er Prognose

Nachdem sich der Branchenverband BITKOM bis Mitte September 2009 unsicher, aber verhalten optimistisch zeigte, erfolgte Ende Oktober eine Prognosesenkung. Für den Gesamtmarkt (ITK und digitale CE) rechnet die BITKOM für 2010 nur noch mit einer „schwarzen Null“. Dem reinen ITK-Markt (Hardware, Software und IT-Services) traut der Verband für 2010 dagegen noch ein Wachstum von 1% zu, nachdem zur Jahresmitte noch ein Zuwachs von 1,3% in Aussicht gestellt worden war. Auch die Prognosen für die Bereiche IT-Services und Software wurden reduziert.

## IT-Service und Software schwächer als noch zur Jahresmitte erwartet

Anders als noch im Juni wird auch dem IT-Service Bereich für 2009 kein Wachstum mehr zugetraut und die Prognose von +0,7% auf -0,2% reduziert. Die Aussichten für 2010 wurden vom Verband von 2,8% (Juni-Prognose) auf nun 2,5% reduziert. Ähnlich wurden die Prognosen für den Software-Bereich angepasst. In 2009 wird ein Rückgang von 3,2% (zuvor -2,2%) erwartet. Die Erholung in 2010 wird nach Ansicht des Verbandes nicht den im Juni prognostizierten Wert von 0,7% treffen, sondern lediglich 0,5% betragen. Wir denken, dass der IT-Dienstleistungsbereich als eine der ersten Branchen aus der Krise kommt, da notwendige Investitionen nur begrenzt aufgeschoben werden können und diverse vom Gesetzgeber getriebene Großprojekte anstehen.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

**Tabelle 05: Entwicklung der Sektoren des ITK-Marktes**

Segment	2006	2007	2008	2009e	2010e
<b>IT-Services</b>					
Marktvolumen (in Mrd. €)	29,1	31,3	33,0	33,0	33,8
Veränderung ggü. Vj. (in %)	4,8	7,7	5,4	-0,2	2,5
<b>Software</b>					
Marktvolumen (in Mrd. €)	13,6	14,3	15,0	14,6	14,6
Veränderung ggü. Vj. (in %)	5,0	5,5	4,8	-3,2	0,5
<b>IT-Hardware</b>					
Marktvolumen (in Mrd. €)	19,0	19,3	19,1	17,9	17,6
Veränderung ggü. Vj. (in %)	-2,4	1,7	-0,7	6,5	-1,5
<b>ITK-Markt (gesamt)</b>					
Marktvolumen (in Mrd. €)	61,6	65,0	67,2	65,4	66,0
Veränderung ggü. Vj. (in %)	2,2	5,4	3,4	-2,6	1,0

Quelle: BITKOM 10/2009

Ursachen für die schwächeren Erwartungen sehen wir darin, dass Unternehmen Projekte verschieben, um kurzfristig Kosten einzusparen. Diese Strategie lässt sich jedoch nicht langfristig durchhalten, da sich ein Investitionsstau bildet. Für 2010 ist daher bezogen auf die Bereiche IT-Services und Software mit einem (leichten) Marktwachstum gegenüber 2009 zu rechnen. Diese Erwartung wird auch durch die Markthistorie gestützt, so gab es im ITK-Markt bisher keine zwei aufeinanderfolgenden Jahre mit negativen Wachstumsraten.

Wir rechnen mit einem 2009er Schlussquartal, das die im Laufe dieses Jahres aufgebauten Markterwartungen enttäuschen dürfte. Die IT-Branche ist in ihren Geschäftsmodellen (Lizenzgeschäft) oftmals stark auf das Schlussquartal ausgerichtet. Neben der Prognosesenkung der BITKOM deuten auch reduzierte Prognosen großer Unternehmen wie SAP auf ein schwächer als zunächst erwartetes Jahresendgeschäft hin. Besonders betroffen von der Investitionszurückhaltung sind Unternehmen, deren Geschäft sehr auf Lizenzerlöse oder IT-Projekte ausgerichtet ist. Hier dürfte aber auch die Erholung am stärksten ausfallen, da sich IT-Investitionen nicht dauerhaft aufschieben lassen. In geringerem Maß von einem Nachfragerückgang im Rahmen der Krise betroffen sind auf den Betrieb von IT-Infrastrukturen ausgerichtete Unternehmen. Hier dürfte eine Erholung jedoch ebenfalls nur gering ausfallen und die Tagessätze dürften weiter unter Druck bleiben.

Eine kleine Sonderkonjunktur dürften Unternehmen erleben, bei denen die Öffentliche Hand einen größeren Anteil hat. Ursache hierfür sind unter anderem staatliche Großprojekte, wie die Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie, die implizit die Vernetzung sämtlicher Landes- und Kommunalbehörden erfordert. Das Leitmotiv ist ein sogenanntes „One-Stop-Government“, das allen Unternehmen für Amtswege einen einzigen elektronischen Zutrittspunkt bieten soll. adesso hat mit der Schaffung des Schwerpunktes Public diesen Bereich adressiert, technisch dürfte sich das Know-how in den Bereichen Portale und Content Management hier sinnvoll einbringen lassen. Das Gesundheitswesen verzeichnet gegenwärtig wegen der Einführung der Gesundheitskarte hohe IT-Ausgaben. Im Gesundheitswesen ist adesso über die bestehende langjährige Geschäftsbeziehung zu den gesetzlichen Krankenkassen und die Mitarbeit an der Einführung der Gesundheitskarte gut positioniert.

**Investitionszurückhaltung nicht beliebig fortführbar**

**IT/Software: Q4 wird Markterwartungen enttäuschen**

**Öffentliche Hand mit kleiner Sonderkonjunktur**

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

## Finanzierung weiter ein Thema

Angesichts der Kreditklemme bleibt auch die Finanzierung weiter ein Thema. Der Branchenverband BITKOM verweist darauf, dass immer mehr Firmen (ca. 25%) die schlechte Zahlungsmoral ihrer Kunden beklagen. Insbesondere kritisiert der Verband verzögerte oder gar ausbleibende Zahlungen der Öffentlichen Hand die Bemühungen des Staates an anderer Stelle (Konjunkturprogramm) konterkarieren. Auch der Hard- und Softwarevermieter Grenkeleasing beklagte bei Vorlage seiner Neun-Monats-Zahlen die steigende Zahl der Zahlungsausfälle.

## Charakteristika der adesso-Kernbranchen – die zentrale Rolle der IT bei der Wertschöpfung

### Die Kernbranchen von adesso

Die Gemeinsamkeit aller adesso-Kernbranchen ist der bedeutende Anteil der IT an der Wertschöpfung. Bei Versicherungen und Banken ist die IT in der heutigen Zeit unbestritten der Kern der Wertschöpfung. Den Kunden ist bewusst, dass die realisierbaren Wettbewerbsvorteile im Bereich der IT liegen. Aus diesem Grund müssen die IT-Dienstleister oft auch ein tieferes Verständnis der Geschäftsprozesse besitzen, insbesondere wenn größere Projekte anstehen, die direkte Auswirkungen auf das operative Geschäft haben. Dieses Verständnis ist auch nötig, wenn die Dienstleister in die Frühphase des Projektes eingebunden sind. Zweite große Gemeinsamkeit der bisherigen vier Kernbranchen ist die starke Regulierung der Branchen durch den Gesetzgeber und häufige Anpassungen des gesetzlichen Rahmens. Dies zieht oft Anpassungen in der IT-Struktur der betroffenen Unternehmen nach sich. adesso wickelt dabei nicht jedes Projekt vollumfänglich selbst ab, sondern geht durchaus projektbezogene Kooperationen mit großen (Outsourcing-) IT-Dienstleistern ein. Für adesso ist es wichtig die Dienstleistungen zu erbringen, die ein tiefes Know-how erfordern. Auf diese Weise steht das Unternehmen nicht im Preiswettbewerb zu Offshore-Dienstleistern, sondern akquiriert Projekte über spezifische Themen und Inhalte. Nur so können attraktive Margen und die Alleinstellung gegenüber der Mehrheit der Wettbewerber gewahrt werden.

## Anwendungs-entwicklung nach dem MDA-Ansatz

Im Anschluss an die Beratungsdienstleistungen entwickelt adesso für seine Kunden Individuallösungen oder kundenspezifische Lösungen, die auf den eigenen (Branchen-)Standardlösungen basieren. Bei der Anwendungs-entwicklung nutzt adesso u.a. innovative Konzepte: Die MDA (Model Driven Architecture) entfaltet insbesondere bei der Nutzung großer Softwaresysteme ihre spezifischen Vorteile. Durch plattformunabhängige Modellierung der Prozesse bleibt die Geschäftslogik erhalten, die Abstraktion von technischen Aspekten erleichtert spätere Migrationen und Systemintegrationen. adesso ist ein High-tech-Unternehmen an der Spitze der technologischen Entwicklung bei Softwaresystemen. Enge Kooperationen mit Hochschulen und Forschungseinrichtungen runden den Vorsprung ab.

## Versicherungen verantworten einen Großteil der Umsätze

Über ein Drittel seiner Umsätze erzielt adesso im Bereich Erst- und Rückversicherungen. Zweitwichtigstes Kundensegment gemessen am Umsatz sind das Gesundheitswesen und die (gesetzlichen) Krankenversicherungen. Mehr als ein Viertel der Umsätze wird außerhalb der Kernbranchen erzielt. Mit Ausnahme des Lotteriegeschäftes verzeichneten alle Kundenbranchen einen Umsatzzuwachs.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

**Tabelle 06: Umsatzanteile nach Kundenbranchen**

Kundenbranche	Umsatzanteil 2008	Umsatzanteil 2007
Banken, Fonds, Finanzdienstleister	15%	8%
Versicherungen	35%	25%
Gesundheitswesen, Krankenkassen	19%	26%
Lotterien	4%	14%
Sonstige	27%	27%

Quelle: adesso AG

Im Bereich der IT-Solutions bietet die adesso Tochter e-Spirit Standardsoftware und steht im Wettbewerb zu anderen High-End-CMS-Softwareentwicklern. Der Wettbewerb lässt sich hier schärfer abgrenzen als im IT-Service-Segment, da diese Anbieter in der Regel stark auf ein Thema ausgerichtet sind. Obwohl e-Spirit über eine gereifte Pipeline mit mehreren größeren Aufträgen verfügt, hatte die Gesellschaft als Produktunternehmen besonders unter der Investitionszurückhaltung zu leiden. Das Halbjahresergebnis lag deutlich unter dem Vergleichszeitraum des Vorjahres, in Q3 dürfte jedoch bereits wieder ein ausgeglichenes Ergebnis erzielt worden sein. Der börsennotierte Wettbewerber Day, der noch 2008 tiefrote Zahlen lieferte, konnte im ersten Halbjahr 2009 bereits wieder in die Profitabilität zurückkehren. Day zeigte dabei in allen Bereichen (Lizenzen, Support, Service) deutliches Wachstum. Hierin zeigt sich, dass der High-End-CMS Markt stark projektgetrieben ist und einzelne Unternehmen gegen einen übergeordneten Markttrend wachsen können.

**High-End-CMS Markt  
ist stark  
projektgetrieben**

**Tabelle 07: Wettbewerber der e-Spirit (Auswahl)**

	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 Telekom- munikation
Day	1993 (Basel)	200 Instal- lationen	n.a.	McDonalds, ARAL, UBS, Daimler, DHL, TNT, GE	CHF 27,8 Mio. Umsatz in 2008; börsennotiert

Quelle: BankM Research

## Versicherungen

Die Versicherer in Deutschland stehen mehrheitlich vor der Herausforderung IT-Kosten zu senken und dabei gleichzeitig den Vertriebs Erfolg über eine gezielte IT-Unterstützung zu fördern. Zentrale Projekte betreffen die Einbindung der Außendienstmitarbeiter in die zentralen Datensysteme. Diesem Thema hat sich adesso bereits angenommen. Trotz hohen Wettbewerbsdrucks und sinkenden Margen der Versicherer besteht weiter Investitionsbereitschaft in derartige

**Versicherer wollen  
Vertrieb über gezielte  
IT-Unterstützung  
stärken.**

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

## **Industrialisierung von Prozessabläufen, Analyse legt den Grundstein für Effizienzsteigerungen**

Projekte. Laut einer Umfrage (1/2009) wollten alle befragten Versicherer in den kommenden Jahren in IT-Zukunftsthemen wie verbesserte Vertriebseinbindung investieren. adesso kann bei dem Thema Vertriebseinbindung passgenaue Lösungen bieten und auf Referenzen wie den AWD verweisen.

In der Versicherungsbranche wird zunehmend dazu übergegangen, Abläufe und Prozesse der Wertschöpfung wie in der Industrie zu beurteilen. Hier liegt ein interessantes, ergiebiges Tätigkeitsfeld für IT-Berater und IT-Dienstleister. Benchmarking (Best-Practice-Ansatz) und die Analyse von Prozessen bilden die Grundvoraussetzung, um Produktivität und Effektivität zu verbessern. Auch in der Versicherungsbranche müssen Geschäftsprozesse standardisiert und in ihren Einzelheiten transparent dargestellt werden. Messbare Kriterien müssen entwickelt werden, um Qualität, Ressourcenverbrauch und Mitarbeiterleistung zu erfassen und zu beurteilen. Dies sind klassische Anwendungsfelder für IT-Lösungen.

## **Regulierung sorgt für IT-Bedarf**

Die Versicherungsbranche ist sehr stark reguliert. Dies reicht von Anforderungen an die Eigenkapitalsteuerung (Solvency II), über das Risikomanagement bis hin zu Regelungen, die direkt den Verbraucherschutz betreffen. All diese Regularien müssen auf geeignete Weise in der IT abgebildet werden, ohne dabei die zugrundeliegenden Geschäftsprozesse zu behindern. Auch Änderungsanforderungen bei laufenden oder abgeschlossenen Projekten sorgen für einen kontinuierlichen Auftragsfluss. Angesichts der gegenwärtigen Finanzkrise stehen viele Regularien auf dem Prüfstand und es wird über zahlreiche Regelverschärfungen nachgedacht.

## **Ausgezeichnet positioniert bei Versicherungen**

Im Bereich der Erst- und Rückversicherer ist adesso gut positioniert. 15 der 25 führenden Versicherer in Deutschland zählen zum Kundenkreis von adesso. Bei den Rückversicherern waren 2008 drei der weltweiten Top-5-Unternehmen Kunden von adesso. Unternehmen wie die Hannover Rück sind nach Aussage deren e-Business Koordinators Jürgen Petzold mit früher genutzten Offshore-Anbietern unzufrieden gewesen und haben adesso auf Grund fachlicher Kompetenz gewählt. Zudem sei direkte Kommunikation bei geschäftskritischen Anwendungen ein entscheidendes Kriterium. Hierin sehen wir zwei entscheidende Wettbewerbsvorteile von adesso, die durch Offshore-Anbieter nicht kopiert werden können: lokale Nähe und spezifische Fachkompetenz. Gegenüber inländischen Wettbewerbern grenzt sich adesso in erster Linie durch die Tiefe der Dienstleistung ab, die eine gewisse Eintrittsbarriere bildet.

## **Stark in klar abgegrenzten Themen**

Bei Themen wie der Maklereinbindung oder dem effizienten Einsatz von CRM-Systemen hat adesso sich innerhalb der Versicherungsbranche eine Sichtbarkeit erarbeitet, die mit den großen Anbietern vergleichbar ist. Bei den Rückversicherern ist der bisherige Schwerpunkt von adesso die Vertragschnittstelle zum Erstversicherer. Ausgehend von dieser Basis kann adesso sukzessive in andere Themenbereiche vordringen.

Angesichts der Möglichkeiten, die der Markt gegenwärtig bietet, würden wir einen möglichen Zukauf zur Stärkung eines Kernbereiches in den Feldern Banken und Versicherungen erwarten. Hierdurch könnte sich adesso in einem weiteren Spezialthema innerhalb der Versicherungen positionieren.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

## Subsegment Rechtsschutzversicherungen

Im Bereich der Rechtsschutzversicherer hat adesso ein Produkt entwickelt, das medienbruchfreie Prozesse zwischen Anwälten und Rechtsschutzversicherern ermöglicht. Hierfür wird adesso abhängig von der Zahl der abgewickelten Vorgänge vergütet. Es gibt in Deutschland etwa 30 mit diesem Produkt adressierbare Rechtsschutzversicherer, von denen die relevantesten Akteure die Entwicklung der Lösung finanziert haben. Die bereits involvierten Rechtsschutzversicherer decken etwa 80% des deutschen Marktvolumens ab. Auf Grund der vorhandenen Anbindung wäre es für alle deutschen Rechtsschutzversicherer ökonomisch sinnvoll, am System teilzunehmen, da sich hierdurch Prozesskosten erheblich reduzieren lassen. Wir schätzen, dass für adesso mit der speziellen Lösung in der Reifephase jährlich erzielbare Umsatzvolumen auf knapp eine Million Euro. Während die an der Entwicklungsfinanzierung beteiligten Versicherer anfangs noch Kontingente kostenlos nutzen, dürften ab 2010 die „Pay-per-Use“-Umsätze zur wichtigsten Erlösquelle werden. Wir stufen das Geschäftsmodell als sehr margenstark ein.

**Pay-per-Use wird 2010 greifen**

## Gesundheitswesen

Das Gesundheitswesen in Deutschland befindet sich im Prozess einer tiefgreifenden Reform. Zwei Schwerpunkte sind die Einführung der elektronischen Gesundheitskarte und die Modernisierung der Krankenhaus-IT. adesso ist in diesem Bereich bisher ausschließlich auf gesetzliche Krankenkassen und deren IT-Dienstleister ausgerichtet. Die neuen Regelungen im Zuge der Gesundheitsreform müssen in den IT-Strukturen der Krankenkassen abgebildet werden. Zudem müssen Ärzte und Krankenhäuser in dieses System eingebunden werden.

**adesso profitiert von deutscher Gesundheitsreform**

Der Regierungswechsel wird möglicherweise eine Reform der Gesundheitsreform bringen. Diese Modifizierungen müssen in der IT dargestellt werden. Auf adesso bezogen bedeutet das zusätzliche Aufträge (Change Requests) die sich aus dem Anpassungsbedarf an die geänderten Regelungen ergeben. Ausgehend von den derzeitigen Verhandlungen (Gesundheitspool, Eigenanteil, getrennte Abrechnung sonstiger Leistungen) ist mit zunehmender Komplexität zu rechnen. Wie das Bundesgesundheitsministerium im November 2009 bekannt gab, wird die grundsätzliche Einführung der Gesundheitskarte jedoch nicht in Frage gestellt.

**Regierungswechsel dürfte weitere Aufträge bringen – Einführung der Gesundheitskarte nicht in Frage gestellt**

Durch den Zugang zur Gesundheitsbranche und bestehende Referenzen ist adesso ausgezeichnet positioniert. Die bestehende Zusammenarbeit mit führenden gesetzlichen Krankenkassen und die Kooperation mit BITMARCK, dem IT-Dienstleister der Krankenkassen, wird adesso künftige Entwicklungen hier von Anfang an begleiten können.

**Branchenzugang über führende gesetzliche Krankenversicherer**

Die BITMARCK ist ein Zusammenschluss der ISKV, dem IT-Bereich des BKK und des IKK-Bundesverbandes, sowie der IT-Abteilung der DAK. Sie ist wichtigster Kunde von adesso im Bereich Gesundheitswesen. Auf BITMARCK mit seinen 1.200 Mitarbeitern entfallen 26 Millionen Versicherte, der Jahresumsatz liegt bei € 260 Mio. Über BITMARCK werden alle wichtigen IT-Projekte im Gesundheitswesen abgewickelt – branchenbezogene Standardprogramme wie

**Wichtigster IT-Dienstleister der Krankenkassen arbeitet eng mit adesso zusammen**

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

die Morbi-Programmreihe werden hier entwickelt. Im Fall der Morbi-DC (DC= Data Cleaner) erfolgte die Produktentwicklung durch die adesso-Tochter GADIV.

## Hoher Anteil bei den Top-10-Banken

### Banken/Finanzdienstleister

Obwohl Banken und Finanzdienstleister noch ein relativ junger Kernbereich von adesso sind, lag der Umsatz in 2008 bereits bei rund € 9 Mio. Sieben der Top-10-Banken in Deutschland zählen bereits zum Kundenkreis von adesso. Allerdings möchte adesso hier die Tiefe der branchenspezifischen Beratung noch weiter erhöhen, um das eigene Alleinstellungsmerkmal (Verbindung von IT- und Branchen-Know-how) stärker hervorheben zu können. Gegenwärtig stehen Portallösungen im Fokus der meisten in dieser Branche akquirierten Projekte.

## Portallösungen dienen als Türöffner...

Referenzen von adesso im Bankensektor sind unter anderem die Commerzbank, LBBW, Postbank, DZ Bank, Santander Consumer Bank und die Volks- und Raiffeisen-Banken. Auch Finanzdienstleister, die nicht dem klassischen Bankengeschäft zuzuordnen sind, wie AWD, MLP, DWS, OnVista Bank, FinanceScout24 und die SCHUFA zählen zum Kreis der adesso Kunden. Bisheriger Tätigkeitsschwerpunkt sind interne und externe (Banken-) Portale. Bisher werden vier Themenkomplexe angesprochen: „Kundenportale und e-Banking“, „Vertriebssysteme und Partnereinbindung“, „Kernbankprozesse“ und „Asset Management“. adesso ist bestrebt, im Bankenumfeld weitere Themen zu erschließen.

## ...zentrale Themen sind eBanking, Vertriebsanbindung und regulatorische Vorgaben

Bei den Portallösungen geht es den Banken darum, Mitarbeiter von Standardaufgaben zu entlasten. Der Fokus des Retail-eBankings liegt auf dem Thema Sicherheit. adesso adressiert diesen Bedarf durch die Entwicklung serviceorientierter Portale auf Basis einer leistungsfähigen Multi-Kanal-Architektur (SOA). Bezogen auf die Vertriebsanbindung bietet adesso Banken Unterstützung bei der Einführung integrierter IT-Lösungen. Die so geschaffene einheitliche Datenbasis bildet die Grundlage für die Einführung effektiver Anreizsysteme. In den Themenfeldern Kernbankprozesse und Asset Management steht dagegen die Umsetzung regulatorischer Vorgaben (wie z.B. MiFID, Basel II) im Fokus. Hierbei müssen auch Standardisierungstendenzen auf Basis von modernen XML-Strukturen berücksichtigt werden.

## In der Schweiz ist adesso stärker auf Premium-Beratung ausgerichtet

Der Bankenmarkt in der Schweiz, in dem adesso über die 100%ige Tochter adesso Schweiz aktiv ist, unterscheidet sich deutlich vom deutschen Markt. Die Schweizer Banken sind in der Regel deutlich internationaler aufgestellt und weisen eine höhere Bereitschaft auf, IT-Dienstleistungen (offshore) auszulagern. adesso Schweiz litt unter fallenden Preisen in diesem Segment und büßte Teile der operativen Marge ein. Hierauf wurde mit einer Diversifizierung der Angebotsseite wie auch bei der Kundenstruktur reagiert sowie die inhaltlichen Aspekte der IT-Dienstleistungen stärker in den Fokus gerückt. Die Repositio- nierung im Premiumbereich zeigt sich bereits in deutlichen Verbesserungen im operativen Ergebnis.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Zwar stehen Banken im Allgemeinen nach der Finanzkrise unter Kostendruck, die IT zählt jedoch zu den Feldern, in denen Investitionen dringend erforderlich sind. Verschärfte Regularien und verbesserte Risikomanagementsysteme erfordern zusätzliche IT-Ausgaben. Allgemeine IT-Projekte, die im Zuge der Krise zurückgestellt wurden, sollten in den kommenden Monaten abgearbeitet werden. Auch gestützt auf Umsatz- und Ergebniszahlen von Wettbewerbern im Bankenumfeld lässt sich schließen, dass die IT-Dienstleistungen im Bankensektor unterproportional von der Finanzkrise betroffen sind.

## Lotterie

Durch eine über zehnjährige Erfahrung im Bereich Lotterie hat adesso im Inland erhebliches Know-how aufbauen können. Mit einem Jahresumsatz von € 3 Mio. bis € 4 Mio. und einem Marktanteil von über 50% ist adesso hier der führende IT-Anbieter für Branchenlösungen in Deutschland. Bei IT-bezogenen Themen wie z.B. dem „Responsible Gambling“ (darunter versteht man Maßnahmen der Lotteriegesellschaften, die den Kunden vor einer Spielsucht bewahren sollen), übernimmt adesso für die Lottogesellschaften die Umsetzung. Durch das gesetzgeberische Verbot des Betriebes von Onlinelotterien im Auftrag der Landeslottogesellschaften, wurde die Geschäftstätigkeit von adesso in diesem Bereich in Teilen eingeschränkt. Ein Fokus liegt daher auf dem Wachstum im Ausland. Namhafte Referenzen aus dem In- und Ausland wie die Süddeutsche Klassenlotterie, Lotto Rheinland-Pfalz GmbH, Swisslos Internationale Landeslotterie (Schweiz) oder OrgLOT (Russland) dienen wiederum als Türöffner.

Ausländische Aufträge für Softwarelösungen kompensieren mittlerweile einen Teil der durch die deutsche Gesetzesänderung weggefallenen Umsätze. Während Deutschland den Weg in Richtung einer restriktiveren Handhabung des Glücksspiels eingeschlagen hat, liberalisieren andere Staaten ihre Glücksspielmärkte und suchen hierfür erfahrene Partner. Die Einführung einer interaktiven Spieleplattform für die staatliche estnische Lotteriegesellschaft Eesti Loti beispielsweise basiert auf der von adesso entwickelten Lösung in| FOCUS. Diese entwickelt sich zunehmend zum Standard für den Direktvertrieb von Lotterierprodukten. Bisher existieren Installationen in fünf Staaten darunter u.a. Russland.

adesso stützt sich im Bereich der staatlichen Lotterien auf verschiedene markterprobte Produkte, deren Verwendungsmöglichkeit sich nicht auf Lotterien beschränkt. in| FOCUS beispielsweise ist eine Multi-Channel Portal Plattform und auch für den Direktvertrieb nutzbar. Die Lösung in| POINT erlaubt ein vom Kunden selbstbedientes Terminal am Point-of-Sale, das sich unter anderem für die Spielauftragsabwicklung von klassischen Lotterierprodukten, aber auch für die Durchführung von Quick Games nutzen lässt. in| SCORE erlaubt den Lotterien die Generierung von Spielgemeinschaftsprodukten auf Basis existierender Lotterierprodukte. Das Produkt unterstützt dabei die Kundenverwaltung ebenso wie das Zahlungswegemanagement und verfügt über eine Reportingfunktionalität.

**Mittelfristig keine negativen Folgen aus der Finanzkrise zu erwarten**

**Langjährige Erfahrung im Lotteriebereich**

**adesso setzt auf Internationalisierung**

**Verschiedene adesso-Produkte für den Einsatzbereich Lotto gut geeignet**

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

## **Antizyklische Einstellungspolitik zur Erschließung neuer Branchen**

### **Neue Geschäftsfelder (Logistik, Public, Telekommunikation)**

2009 hat adesso entgegen des allgemeinen Verhaltens der Dienstleister im Markt Senior Business Developer und Vertriebskräfte für drei neue Bereiche eingestellt. Hierbei handelt es sich um die Segmente Public (Öffentliche Hand), Logistik und Telekommunikation. Alle drei Bereiche benötigen Anlaufzeiten von neun bis zwölf Monaten ehe erste Umsätze erzielt werden. Bis dahin wirken die neuen Bereiche daher margenbelastend.

## **Public Sector ist kundenseitig zersplittert**

Der Bereich Public ist kundenseitig sehr zersplittert. Er umfasst unter anderem Ministerien, Landes- und Kommunalbehörden, aber auch öffentliche Einrichtungen wie Krankenhäuser. Staatliche Projekte lassen in den kommenden Jahren hohe Investitionen in die IT erwarten. Weil der Bereich noch jung ist, aber gegenwärtig gute Chancen bietet, könnte adesso versuchen, in diesem Bereich über eine Akquisition das Wachstum zu beschleunigen.

## **Im Transportgewerbe sind Medienbrüche weiterhin ein Thema – Bedarf nach Standardlösungen**

Im Bereich Logistik, wo adesso neben einem Senior Developer auch eine Vertriebskraft engagiert hat, ist das Backoffice oft vernachlässigt. Prozesse unterliegen noch häufig Medienbrüchen (Auftragseingänge per Fax etc.) und es wird viel Individualsoftware verwendet. Vor diesem Hintergrund dürften sich hier in den kommenden Jahren Bestrebungen entwickeln, Backoffice-Prozesse durch IT-Integration effizienter zu gestalten.

## **Telcos sind bereits stark konzentriert**

Der Bereich Telekommunikation ist stark konsolidiert, hier gibt es wenige, dafür aber sehr große Kunden. Diese lassen sich dadurch mit weniger Personalaufwand adressieren.

## **IT-Dienstleistungen: Wettbewerber sind Systemintegratoren und Beratungshäuser**

### **Wettbewerb**

In der DACH-Region gibt es mehrere tausend IT-Systemhäuser. Zu den Wettbewerbern von adesso zählen neben spezialisierten IT-Dienstleistern vor allem die großen in Deutschland tätigen Beratungshäuser und Systemintegratoren wie z.B. Accenture, Steria Mummert oder CapGemini. Zunehmend werden gegen diese international aufgestellten Wettbewerber auch großvolumige Projekte gewonnen. Im deutschsprachigen Raum hat adesso mit rund 600 eigenen Mitarbeitern und erfolgreichen Referenzen in den Zielbranchen eine gute Wahrnehmbarkeit erreicht. Unter den börsennotierten Wettbewerbern von adesso ist die Stuttgarter GFT Technologies AG von der Positionierung, der Unternehmensgröße und dem Branchenfokus am besten vergleichbar. GFT ist ebenfalls im Finanzbereich sehr aktiv und vereint in seinem Geschäftssegment „Services“ Dienstleistungen für Banken, Versicherungen und Postdienstleister. Zu den Leistungsschwerpunkten zählen neben Business- und IT-Consulting auch Anwendungsentwicklung und Anwendungsbetreuung sowie das Thema Portale.

## **Konsolidierungswelle im IT-Servicebereich läuft**

Im IT-Service-Sektor war in den letzten Jahren eine Konsolidierungswelle zu beobachten, die sich nun fortsetzen dürfte. Neben großen Branchenübernahmen wie dem Kauf des IT-Service-Geschäfts von PWC durch IBM, tätigten auch klassische Hardware-Anbieter wie HP, Dell und Xerox Zukäufe im IT-Servicebereich. Accenture, die unter anderem in den Bereichen Health Care und

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Public Sector, aber auch der Energiewirtschaft und der Metallindustrie als Dienstleister positioniert ist, wird ein Interesse an kleineren und mittelgroßen IT-Service-Unternehmen nachgesagt. Im Fokus sollen hier spezialisierte Anbieter stehen. 2008 wurden die Spezialisten SOPIA Corp., ATAN und Origin Digital durch Accenture erworben. Auch adesso sucht zur Stärkung der eigenen Kernbereiche spezialisierte Anbieter die das eigene Geschäft stärken oder ergänzen. In den vergangenen Monaten wurden Sitgate und beiT (heute: adesso Austria) akquiriert, sowie jüngst das österreichische IT-Beratungshaus CFC Informationssysteme. Hier ist eine vollständige Integration in die adesso Austria geplant. Weitere Akquisitionen sind geplant.

Bei Betrachtung der vorgelegten Zahlen der Wettbewerber fällt auf, dass Anbieter, die eine spezialisierte IT-Dienstleistung erbringen, wirtschaftlich besser durch die Krise gekommen sind. Während adesso in den ersten neun Monaten ein organisches Wachstum von ca. 4% verzeichnete, zeigte sich bei der breiter aufgestellten Accenture, die auch Outsourcing-Aufgaben übernehmen, im vergangenen Geschäftsjahr (endet am 31.08.) ein rund 8%iger Umsatzrückgang. Der ebenfalls im Bankenbereich tätige IT-Dienstleister GFT verzeichnete einen um 7% sinkenden Umsatz, verbesserte allerdings leicht das Ergebnis.

**Breit aufgestellte  
Anbieter verlieren  
Umsatz, Spezialisten  
können Tagessätze  
verteidigen**

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

## Ertrags- und Vermögenslage

### Anwendung der IFRS

adesso ist im General Standard notiert. Das Unternehmen bucht nach den Vorschriften der „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) und berichtet halbjährlich. Quartalszahlen werden in Form von umfangreichen Zwischenmitteilungen kommuniziert. Geschäftsjahresende ist jeweils der 31.12.

### AG erwirtschaftet Großteil von Umsatz und Ergebnis

Der Konsolidierungskreis umfasst, neben der Muttergesellschaft adesso AG, insgesamt sechs Tochtergesellschaften. Hiervon bestehen gegenüber fünf Töchtern 100%ige Beteiligungsverhältnisse, im Fall der GADIV beträgt die Beteiligungshöhe 61%. Insgesamt verfügt adesso über eine klare Konzernstruktur, Risiken aus der Anzahl der Beteiligungen sehen wir nicht. Der Großteil der Umsätze wird durch die adesso AG erwirtschaftet.

### Eigenkapitalquote bei über 50%

Die Bilanzsumme von adesso betrug zum 30.06.2009 € 50 Mio. Die Eigenkapitalquote belief sich auf 51,8% (Vj.: 48,5%). Finanzielle Verbindlichkeiten belaufen sich auf € 6,16 Mio. Auf der Aktivseite bilden die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Forderungen aus PoC (Percentage of Completion) mit zusammen € 15,9 Mio. den größten Posten. Der Bestand an liquiden Mitteln belief sich zum 30.06.2009 auf € 10,7 Mio. Der Geschäfts- und Firmenwert, den wir als werthaltig einstufen, lag bei rund € 10,2 Mio.

Die vom Unternehmen im Rahmen der Zwischenmitteilung bekanntgegebene Netto-Cash-Position belief sich auf € 8,1 Mio.

### Dividendenfähigkeit erreicht, für 2009 noch keine Ausschüttung erwartet

Durch eine Anfang August 2009 durchgeführte Kapitalherabsetzung im Verhältnis 7:1 hat adesso die Ausschüttungsfähigkeit erlangt. Somit könnte das Unternehmen die Anleger nun über Dividendenausschüttungen am Unternehmenserfolg beteiligen. Für das Geschäftsjahr 2009 erwarten wir angesichts der Wirtschaftskrise noch keine Ausschüttung.

### Umsatz um 6% gesteigert, 2/3 des Zuwachses waren organisch

Der adesso-Umsatz auf Gruppenebene zeigte einen robusten Anstieg. In den ersten neun Monaten des Jahres 2009 lag der Umsatz mit € 50,9 Mio. ca. 6% über dem Vorjahresumsatz. Bereinigt um Akquisitionen ist adesso im Vorjahresvergleich trotz schwierigen Umfeldes organisch um rund 4% gewachsen. In 2008 hatte adesso ein 46%iges Wachstum gezeigt, das zu etwa gleichen Teilen auf organisches (22%) und anorganisches Wachstum (24%) zurückzuführen war. Akquisitorisch zu wachsen, ist ein wesentlicher Faktor der adesso Wachstumsstrategie und wird auch zukünftig eine wichtige Rolle spielen.

### Personalkosten: Variable Gehaltsanteile sorgen für Ergebnisglättung

Variable Gehaltsbestandteile werden bei adesso im ersten Quartal des Folgejahres fällig. Im ersten Quartal 2009 wurden angesichts des sehr starken Jahres 2008 € 5,1 Mio. ausgezahlt, die sich in den Personalkosten finden. Für das laufende Geschäftsjahr gehen wir davon aus, dass die variable Vergütung mit rund € 4 Mio. geringer ausfallen wird. Der in 2010 sichtbare Nettoeffekt liegt somit bei rund € 1,1 Mio.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Schwächer als die übrigen Konzernteile zeigten sich im bisherigen Jahresverlauf 2009 die Schweizer Tochtergesellschaft und die Produkttochter e-Spirit, wobei sich in Q3 bereits eine Verbesserung andeutete. Im Fall der adesso Schweiz lag dies nicht an der allgemeinen Wirtschaftskrise, sondern an mittlerweile behobenen Managementfehlern. Bedingt durch die Kundenzurückhaltung während der Krise blieb e-Spirit mit Lizenzverkäufen deutlich unter Vorjahr, steht zum gegenwärtigen Zeitpunkt jedoch vor dem Vertragsabschluss bei mehreren größeren Projekten.

**Schwäche bei adesso Schweiz und e-Spirit dürfte beilege sein**

Das Segment **IT-Services** hat im In- und Ausland solide Wachstumsraten verzeichnet. Der Umsatz wuchs im ersten Halbjahr auf € 27,85 Mio. (+5,3% ggü. Vorjahreszeitraum), wobei nur etwa ca. € 0,34 Mio. oder knapp 1,3% auf akquisitorisches Wachstum zurückzuführen waren. Das Segmentergebnis belief sich im ersten Halbjahr auf € 6,8 Mio. (H1 2008: € 8,5 Mio.). Der Auslandsanteil lag bei etwa 15%.

**IT-Services zeigt weiter solides Wachstum**

Im Segment **IT-Solutions** gelang adesso im ersten Halbjahr eine Umsatzsteigerung um 6,8% auf knapp € 4,7 Mio. Das Wachstum kam aus dem Auslandsgeschäft (Umsatz H1: € 0,53 Mio.), das sich ausgehend von geringer Basis im ersten Halbjahr 2009 gegenüber dem Vorjahreszeitraum mehr als verdoppelte. Gestiegene Personalkosten und ein gesteigener Materialaufwand bewirkten jedoch, dass das Segmentergebnis auf € 0,47 Mio. sank (H1 2008: € 1,16 Mio.).

**IT-Solutions mit starkem Wachstum im Ausland**

Die Entwicklung der Abschreibungen ist stark der Akquisitionstätigkeit unterworfen und fällt im Zeitverlauf nach der Akquisition ab. Grund hierfür ist, dass immaterielle Vermögensgegenstände wie der Auftragsbestand über einen sehr kurzen Zeitraum abgeschrieben werden. Kundenlisten werden über drei bis vier Jahre abgeschrieben. Da auch weitere Übernahmen geplant sind, die das EBIT beeinflussen, nutzt adesso das EBITDA als zentrale Steuergröße. Für die zweite Jahreshälfte rechnen wir mit einer Abschreibungshöhe auf dem im ersten Halbjahr gezeigten Niveau. Die Höhe der Abschreibungen in 2009 wird sich also auf etwa € 2,5 Mio. (Q1-Q3: € 1,893 Mio.) belaufen. Die Abschreibungen hängen bei adesso stark von Goodwill-Abschreibungen auf akquirierte Unternehmen ab.

**Abschreibungshöhe von Übernahmen geprägt**

Am 20.11.2009 vermeldete adesso die Übernahme der CFC Informationssysteme durch die adesso Austria. Die Zielgesellschaft erzielt gegenwärtig Jahresumsätze von rund € 2 Mio. bei EBT-Margen von über 25% und soll schnell integriert werden. Die Konsolidierung wird ab dem 01.12.2009 erfolgen. Zusammengenommen gehört adesso Austria dann mit einem Jahresumsatz von über € 6 Mio. nach der Übernahme zu den bedeutendsten IT-Dienstleistern in Österreich. Die Übernahme wurde, unter Nutzung der gegenwärtig günstigen Finanzierungskonditionen, komplett über Fremdkapital finanziert. Der Kaufpreis beläuft sich auf einen fixen Anteil von € 2,25 Mio. und einen erfolgsabhängigen Anteil, der von der Geschäftsentwicklung in 2010 abhängig ist und deutlich geringer als der fixe Kaufpreisanteil sein sollte.

**Fremdfinanzierte Übernahme stärkt Österreichgeschäft**

Im ersten Halbjahr 2009 führte adesso zwei Veräußerungen durch. Verkauft wurden die Töchter WestNet Lottoservice GmbH und Public Systems GmbH (heute Lyros GmbH). Die Vermögenswerte der BOV Training AG wurden entkonsolidiert und im Beteiligungsbuchwert erfasst. Dieser entspricht dem

**Zwei Veräußerungen, eine Entkonsolidierung**

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

Zeitwert von € 0,193 Mio. Veräußerungsergebnisse hat die Gesellschaft im Beteiligungsergebnis erfasst, das sich im ersten Halbjahr 2009 auf € -0,026 Mio. belief.

## **Kaum Währungsrisiken**

Währungsrisiken bestehen nur gegenüber dem Britischem Pfund und dem Schweizer Franken. Bedingt durch den noch geringen Anteil (ca. 8% in 2008) des Geschäftes in diesen Ländern und der relativen Stabilität dieser Währungen gegenüber dem Euro ist das Wechselkursrisiko sehr begrenzt.

## **Ausblick 2009: Margenziel angehoben**

Mit Bekanntgabe der Neun-Monats-Zahlen hat adesso seinen Ausblick angehoben. Am Umsatzziel von € 68 Mio. bis € 70 Mio. wird festgehalten. Bedingt durch eine höhere Auslastung wurde die anvisierte EBITDA-Marge von 5% auf 7% angehoben. Basierend auf den starken Q3-Zahlen gehen wir davon aus, dass adesso schneller als zunächst gedacht zum alten Margenniveau zurückfindet. Dementsprechend haben wir unsere Schätzungen für 2010 und 2011 ebenfalls leicht angehoben.

## **Bewertung**

### **DCF-Modell**

Bei der Bewertung sind wir für 2009 davon ausgegangen, dass adesso entgegen der Entwicklung im IT-Markt ein Umsatzwachstum (2,6%) zeigen wird. Unsere Schätzung, die innerhalb des vom Unternehmen genannten Korridors liegt, stufen wir als konservativ ein, da adesso nach neun Monaten bereits ein Wachstum von 6% gegenüber dem Vorjahr verzeichnete. Bezogen auf das EBITDA-Margenniveau erwarten wir in 2009 ein Absinken auf 7,3% (2008: 12,1%), anschließend eine Margenverbesserung auf 7,9% in 2010 und ab 2011 eine Normalisierung des Niveaus bei etwa 10%. Aus Gründen der Vorsicht haben wir für die Zeit ab 2016 Margen leicht unter diesem Niveau angenommen. Das Beta sehen wir bei 1,8, da adesso bezogen auf die Marktkapitalisierung ein eher kleines Unternehmen mit nur geringen täglichen Handelsvolumina ist.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Der risikolose Zins liegt bei 5%, der für adesso relevante Zins-Spread bei 100 Basispunkten (1%). Die Risikoprämie sehen wir bei 5%. Auf Basis der Kapitalstruktur zum Ende des Geschäftsjahres 2008 ergibt sich somit ein WACC von 9,9%. Als langfristige Wachstumsrate (ab 2018) haben wir 1% gewählt. Bedingt durch die getätigten Investitionen in Unternehmensübernahmen sind die Investitionen in 2009 atypisch hoch. Abschreibungen auf übernommene Kundenlisten und andere immaterielle Vermögensgegenstände führen in den kommenden Jahren zu höheren Abschreibungen.

**WACC von 9,9%****Tabelle 08: FCF-Bewertung**

	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
Umsatz	68,486	77,316	85,054	93,751	103,562	114,66	118,10	121,65	125,30	129,06
EBITDA	5,012	6,114	8,486	9,655	11,273	12,472	11,810	11,313	11,277	11,228
EBITDA-Marge	7,3%	7,9%	10,0%	10,3%	10,9%	10,9%	10,0%	9,3%	9,0%	8,7%
EBIT	2,663	3,782	5,901	6,801	8,461	9,522	9,685	9,732	9,648	9,550
EBIT-Marge	3,9%	4,9%	6,9%	7,3%	8,2%	8,3%	8,2%	8,0%	7,7%	7,4%
Steuern	0,203	0,285	1,798	2,108	2,538	2,857	2,905	2,920	2,894	2,865
+ Abschreibungen	2,349	2,333	2,585	2,854	2,812	2,950	2,126	1,581	1,629	1,678
- Investitionen	9,401	1,801	1,371	1,371	1,464	1,571	1,609	1,607	1,655	1,705
- Veränderung WC	0,173	0,894	0,784	0,881	0,971	1,073	1,188	1,188	1,188	1,188
Operativer Cashflow	-4,765	3,134	4,533	5,294	6,299	6,971	6,109	5,599	5,540	5,470
Diskontierungsfaktor	0,828	0,753	0,685	0,623	0,567	0,516	0,469	0,427	0,388	0,353
Wert operativer CF heute	-3,944	2,359	3,105	3,299	3,570	3,595	2,866	2,389	2,151	1,932
Kum. Wert der operat. CF	21,322									
Barwert des Restwertes	23,798									
Unternehmenswert	45,120									
- Nettoverschuldung	-6,121									
- Anteile Dritter	0,104									
Wert des Eigenkapitals	51,137									
Fairer Wert je Aktie in €	8,95									
Kurspotenzial in %	64,5%									
WACC	9,9%									
Langfr. Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM

Gemäß der Free-Cash-Flow-Bewertung ergibt sich für adesso eine fairer Wert pro Aktie von € 8,95.

**Fairer Wert nach FCF bei € 8,95**

## Peer-Group-Vergleich

In die Vergleichsgruppe zur Bewertung von adesso haben wir verschiedene Small Caps aus dem deutschsprachigen Raum aufgenommen, die ein ähnliches Leistungsportfolio bieten. Alle Peer-Unternehmen machen den Hauptumsatz im Bereich IT-Dienstleistungen, verfügen zumeist aber auch wie adesso über ein Portfolio an eigenen Softwarelösungen. **Realtech** und **All for one midmarket** sind SAP-Systemhäuser. Realtech verfügt über eigenentwickelte Softwarelösungen (u.a. theGuard! (IT Service Management)), die etwa 20% des Gesamtumsatzes verantworteten. **SNP** ist ebenfalls im SAP-Umfeld tätig, besetzt jedoch hier ein spezielles Marktsegment (SAP Transformationsmarkt), das

**Kleinere SAP-Beratungshäuser mit eigenen Softwarelösungen...**

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

### ...und spezialisierte IT-Dienstleister bilden die Peer Gruppe

höhere Margen erlaubt als das klassische SAP-Beratungsgeschäft. Daneben verfügt SNP über hochmarginige eigene Softwarelösungen.

**GFT Technologies** ist ein IT-Dienstleister mit Fokus auf Finanzdienstleister, der ebenfalls eigene Lösungen anbietet. Das Systemhaus **Cenit** besetzt mit seinen Dienstleistungen und Lösungen die drei Felder „Enterprise Information Management“ (EIM), „Product Lifecycle Management“ (PLM) und „Application Management Services“ (AMS). Die **Seven Principles** (ehemals Tecon) mit ihren 450 Mitarbeitern sieht sich als internationale Unternehmensberatung mit IT-Fokus und setzt wie adesso u.a. auf mobile Lösungen. Beratungsleistungen werden für die Telekommunikationsindustrie erbracht, wo das Unternehmen zu den größten Anbietern zählt. Weitere Zielmärkte sind Energie, Logistik, Finanzen und Automotive. Regional ist das Unternehmen in Deutschland der Schweiz und Großbritannien vertreten. Die Gütersloher **Syskoplan** entwickelt auf Basis von Standardlösungen großer Partner (u.a. SAP, Microsoft, SAS) individuelle Lösungen für die Kunden. Das Unternehmen ist in den IT-Feldern „Customer Relationship Management“, „Business Intelligence“, „Supply Chain Management“ und „IT-Management“ aktiv.

**Tabelle 09: Peer-Gruppen-Vergleich (Bewertungskennzahlen)**

	MCap in Mio.€	KGV 2010e	EV/Umsatz 2010	EV/EBITDA 2010	EV/EBIT 2010
All for one midmarket AG	19,170	10,8	0,23	3,04	8,42
Cenit	40,884	9,4	0,36	4,50	5,76
GFT	63,182	10,4	0,17	4,13	4,87
SNP	48,209	11,7	1,67	6,71	7,41
Syskoplan	40,205	27,4	0,36	4,54	6,80
Seven Principles	13,640	8,3	0,19	3,99	5,82
Realtech	43,393	11,7	0,59	6,31	7,90
Mittelwert	38,383	12,8	0,51	4,75	6,71
adesso	31,086	9,1	0,32	4,09	6,61
Abschlag/Aufschlag	-19,0%	-29,0%	-36,4%	-13,8%	-1,5%
Implizierter fairer Wert in €		7,66	7,94	6,14	5,51
Fairer Wert pro Aktie in €					6,81
Fairer Wert in € Mio.					38,929

Quelle: BankM

### Fairer Wert nach Peer-Gruppen-Vergleich bei € 6,80.

Die Kennzahlen des Peer-Gruppen Vergleiches indizieren auf Basis des kommenden Jahres faire Aktienbewertungen zwischen € 5,51 (EV/EBIT) und € 7,94 (EV/Umsatz) pro Aktie. Bei Gleichgewichtung der vier Kennzahlen erhalten wir als Ergebnis der Peer-Bewertung einen Fairen Wert von € 6,80.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

**Tabelle 10: Peer-Gruppen-Vergleich (Margen)**

	EBITDA-Marge 2010	EBIT-Marge 2010	Nettomarge 2010	EK-Quote	EKR 2009
All for one midmarket AG	7,6%	2,8%	1,9%	45,9%	3,7%
Cenit	8,0%	6,3%	5,1%	59,5%	17,4%
GFT	4,1%	3,5%	2,6%	59,9%	6,8%
SNP	24,8%	22,5%	15,6%	49,0%	35,9%
Syskoplan	7,8%	5,2%	2,6%	58,0%	2,8%
Seven Principles	4,7%	3,2%	2,5%	55,2%	7,6%
Realtech	9,3%	7,4%	5,5%	62,5%	9,8%
Mittelwert	9,5%	7,3%	5,1%	55,7%	12,0%
adesso	7,9%	4,9%	4,4%	53,0%	9,3%
Abschlag/Aufschlag	-16,7%	-32,7%	-13,8%	-4,9%	-22,7%

Quelle: BankM

Wenn wir von SNP absehen, zeigt adesso auf 2010er Basis eine für die Peer durchschnittliche EBITDA-Marge. Das eigentliche Zielmargenniveau (>10%) wird das Unternehmen in unseren Augen dabei aber erst ab 2011 wieder erreichen. Alle Peer-Unternehmen weisen solide EK-Quoten von im Mittel rund 56% aus, die Spannweite reicht von 46% bis 62,5%. Dies unterstreicht die Bedeutung einer soliden Eigenkapitalquote im IT-Dienstleistungsgeschäft, da die Kunden nach stabilen langfristigen Geschäftsbeziehungen suchen.

**Tabelle 11: Peer-Gruppen-Vergleich (Wachstum 08-10e)**

	Umsatz CAGR (2008-2010e)	EBITDA CAGR (2008-2010e)	EBIT CAGR (2008-2010e)	(2008- 2010e)	EPS CAGR (2008-2010e)
All for one midmarket AG	5,2%	53,8%	n.m.		8,6%
Cenit	1,4%	5,3%	6,0%		10,7%
GFT	-2,6%	10,7%	11,8%		0,0%
SNP	13,2%	55,2%	69,2%		61,7%
Syskoplan	-4,2%	-20,1%	-27,6%		-34,4%
Seven Principles	6,1%	70,8%	265,7%		104,5%
Realtech	-2,6%	-11,8%	-15,6%		-21,2%
Mittelwert	2,4%	23,4%	51,6%		18,5%
adesso	7,6%	-13,0%	-8,4%		-10,1%

Quelle: BankM

adesso wird bis 2010 mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 6% (organisch) ein branchenüberdurchschnittliches Umsatzwachstum zeigen (Mittelwert 2,4%). Der Vergleich der ertragsorientierten Wachstumsraten ist nur eingeschränkt aussagekräftig, da sie durch Basisjahreffekte verzerrt sind. Dieser Effekt kommt insbesondere auf der Ergebnisseite zum Tragen. Während adesso und SNP 2008 Rekordjahre verzeichneten, verdankt Seven Principles den EPS-Zuwachs von über 100% dem Basiseffekt eines schwachen Ergebnisses in 2008.

**Wachstumsraten  
durch Basiseffekt  
verzerrt**

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

**Kursziel: € 7,90 pro  
Aktie**

## **Bewertungsfazit**

Zur Ermittlung des Fairen Werts pro Aktie haben wir die Ergebnisse aus der Free-Cash-Flow-Bewertung (€ 8,95 pro Aktie) und dem Peer-Group-Vergleich (€ 6,80 pro Aktie) mit jeweils 50% gewichtet. Demnach errechnet sich ein Fairer Wert von € 7,90. Gegenüber dem aktuellen Kurs von € 5,44 (Schlusskurs 04.12.2009) ergibt sich somit ein Kurspotenzial von rund 45%.

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Höhere Wahrnehmbarkeit in den relevanten Nischenmärkten
- Verbindung von Branchenexpertise und IT-Know-how als Alleinstellung
- Namhafte Referenzkunden
- Hohe Marktpenetration in den Zielbranchen
- Offene und transparente IR-Politik

### Schwächen

- Geringer Free Float
- Abhängigkeit von der Entwicklung der IT-Budgets in den Zielbranchen
- Geringe Reichweite des Auftragsbestandes
- Geschäftsmodell basiert auf Projektgeschäft

### Chancen

- Operativ scheint die Talsohle durchschritten
- Antizyklisches Investitionsverhalten könnte adesso überproportional von einem Krisenende profitieren.
- Erschließung neuer Branchen und Regionen als erprobte Wachstumsoption.
- Neue Geschäftsfelder (Public, Logistik und Telekommunikation) dürften ab 2010 Umsatzbeiträge liefern
- Mittelfristige Realisierung von Skaleneffekten.
- In den Kernbranchen von adesso stehen IT-Prozesse mittlerweile im Zentrum der Wertschöpfung
- Branchensonderthemen (wie derzeit die Gesundheitsreform) können dem operativen Geschäft (nachhaltige) Impulse verleihen

### Risiken

- Zahlungsausfall eines größeren Kunden
- Verlust des Know-how Vorsprungs
- IT-Solutions weist eine hohe Konjunktursensitivität auf
- Zunehmender Wettbewerb könnte den Preisdruck in das Premiumsegment tragen
- Allgemeine Risiken aus der Akquisitionstätigkeit

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

## Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	45,646	66,774	68,486	77,316	85,054
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	2,227	2,307	2,364	2,668	2,934
Gesamtleistung	47,873	69,081	70,850	79,984	87,988
Herstellungskosten	-3,653	-6,416	-7,661	-9,031	-8,749
Bruttoergebnis	44,220	62,665	63,189	70,954	79,239
Personalaufwand	-26,700	-40,149	-43,144	-48,077	-52,458
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-12,213	-14,433	-15,033	-16,762	-18,295
EBITDA	5,307	8,083	5,012	6,114	8,486
Abschreibungen/Amortisation	-2,108	-3,579	-2,349	-2,333	-2,585
EBIT	3,199	4,504	2,663	3,782	5,901
Finanzergebnis	0,052	0,126	0,004	-0,027	0,091
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	3,251	4,630	2,667	3,755	5,993
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,822	-0,352	-0,203	-0,285	-1,798
Anteile Fremder	-0,041	-0,054	-0,054	-0,054	-0,054
Nettoergebnis	2,388	4,224	2,410	3,416	4,141
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	2,388	4,224	2,410	3,416	4,141
Gewichtete Anzahl Aktien	5,715	5,715	5,715	5,715	5,715
EPS	0,42	0,74	0,42	0,60	0,72
EPS bereinigt	0,42	0,74	0,42	0,60	0,72
DPS	0,00	0,00	0,00	0,21	0,25

Quelle: BankM/adesso AG

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	5,885	8,400	4,663	4,932	6,021
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,197	-0,687	-9,401	-1,801	-1,371
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	2,665	-0,751	0,000	0,000	-1,195
Veränderung der Zahlungsmittel	6,353	6,962	-4,738	3,131	3,454
Flüssige Mittel am Ende der Periode	11,597	18,769	14,031	17,161	20,616

Quelle: BankM/adesso AG

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Bilanzen (in Mio. €)	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Anlagevermögen	14,731	12,085	19,137	18,605	17,391
Immaterielle Vermögensgegenstände	13,586	10,717	17,617	16,967	15,637
Sachanlagen	1,053	0,946	1,098	1,216	1,332
Finanzanlagen	0,092	0,422	0,422	0,422	0,422
Umlaufvermögen	23,270	33,814	29,461	34,582	39,779
Vorräte	0,004	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen	11,669	15,045	15,431	17,420	19,164
Kasse und Wertpapiere	11,597	18,769	14,031	17,161	20,616
Sonstiges Aktiva	10,230	9,919	9,919	9,919	9,919
Summe Aktiva	48,231	55,818	58,517	63,106	67,090
Eigenkapital	20,983	25,341	27,805	31,275	34,274
Rücklagen	20,922	25,291	27,701	31,117	34,062
Anteile Dritter	0,061	0,050	0,104	0,158	0,212
Rückstellungen	7,379	2,511	2,534	2,558	2,583
Verbindlichkeiten	13,475	15,694	15,906	17,002	17,961
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,753	7,412	7,412	7,412	7,412
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	9,722	8,282	8,494	9,590	10,549
Sonstige Passiva	6,394	12,272	12,272	12,272	12,272
Summe Passiva	48,231	55,818	58,517	63,106	67,090

Quelle: BankM/adesso AG

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

Kennzahlen	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,63	0,29	0,37	0,32	0,29
EV/EBITDA	5,38	2,37	4,99	4,09	2,95
EV/EBIT	8,93	4,26	9,39	6,61	4,24
P/E berichtet	15,08	7,10	12,90	9,10	7,51
P/E bereinigt	15,08	7,10	12,90	9,10	7,51
PCPS	6,34	3,63	6,50	5,39	4,61
Preis/Buchwert	1,72	1,19	1,12	1,00	0,91
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>					
Brutto Marge	96,9%	93,8%	92,3%	91,8%	93,2%
EBITDA Marge	11,6%	12,1%	7,3%	7,9%	10,0%
EBITA Marge	7,0%	6,7%	6,3%	7,0%	8,9%
EBIT Marge	7,0%	6,7%	3,9%	4,9%	6,9%
Vorsteuer Marge	7,1%	6,9%	3,9%	4,9%	7,0%
Netto Marge	5,2%	6,3%	3,5%	4,4%	4,9%
ROE	19,6%	18,5%	9,3%	11,7%	12,8%
ROCE	20,0%	17,7%	15,0%	16,6%	22,4%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	110,8	126,2	118,0	121,9	123,1
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	5,8	8,0	4,2	5,4	6,0
Anzahl Mitarbeiter	412	529	580	634	691
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	43,5%	45,4%	47,5%	49,6%	51,1%
Gearing	-0,351	-0,429	-0,220	-0,295	-0,369
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	3,8%	4,7%
<b>Cashflow Kennzahlen</b>					
Cashflow pro Aktie	0,99	1,45	0,84	1,01	1,18
Free Cashflow pro Aktie	0,89	1,36	0,69	0,87	1,00
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	4,6%	5,4%	1,0%	0,9%	1,1%
Working Capital/Umsatz	4,3%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%
Steuerquote	25,3%	7,6%	7,6%	7,6%	30,0%

Quelle: BankM/adesso AG

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

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

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

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

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Michael Vara, Daniel Großjohann	18.11.2008	Kaufen	€ 7,70*
Michael Vara, Daniel Großjohann	02.02.2009	Kaufen	€ 7,70*
Michael Vara, Daniel Großjohann	07.04.2009	Kaufen	€ 7,35*
Michael Vara, Daniel Großjohann	31.08.2009	Kaufen	€ 7,35

\* Gekennzeichnete Kursziele wurden rückwirkend angepasst an die zur Jahresmitte vollzogene Kapitalherabsetzung (1:7)

### 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 textliche Änderungen.

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

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

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

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

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

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

#### 3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**07.12.2009**

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

Schlusskurse vom 04.12.2009

#### 5. Aktualisierungen:

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

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

### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

**Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen**

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten. Vorstände, leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Kunden der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen), könnten Positionen eingehen und könnten Käufe und/oder Verkäufe tätigen als Auftraggeber oder Vermittler in denen im Dokument genannten Wertpapieren oder Anlagen,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

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

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte für die Bank begründen könnten. Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG führt zudem ein Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG für Personen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Verzeichnisse werden auf Anfrage der BaFin übermittelt. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Mitarbeiter mit besonderer Funktion und Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

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

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

### C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

Dieses Dokument wurde von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

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

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

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

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

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

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

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

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

# adesso AG

7. Dezember 2009

Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

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

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

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

© 2009 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

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

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