

Cor & FJA

Zu Unrecht ein Börsen-Mauerblümchen

Die Fusion der beiden Softwarehäuser Cor und FJA ist bilanziell verdaut. Nun richtet sich der Blick auf eine Forcierung des Vertriebs, verbunden mit einer Verstärkung der Auslandsaktivitäten. Mit der Gewinnung zahlreicher Neukunden scheint die Strategie aufzugehen, von der auch die Aktie profitieren sollte.

Die Verschmelzung der Softwareanbieter Cor und FJA mit Fokus auf den Versicherungs-, Banken und Altersvorsorgemarkt ermöglicht den Sprung in eine neue Größenordnung. Die neue Cor & FJA AG will im Jahr 2010 mit über 1000 Mitarbeitern einen Umsatz von € 118 Mio. erwirtschaften und bringt eine Börsenbewertung von € 88.6 Mio. auf die Waage. Seit dem Ablauf des Pflichtangebots der MSG Systems AG zu € 2.56 hat der Kurs 19 % eingebüßt. Schon bei einer EBIT-Marge von 5 % dürfte der operative Gewinn im ersten kompletten gemeinsamen Geschäftsjahr auf € 6 Mio. klettern. Für 2011 sehen die Perspektiven noch besser aus. Dank vieler gewonnener Ausschreibungen im Jahr 2010, die erst im Folgejahr umsatzwirksam werden, schätzen wir die Erlöse auf mindestens € 130 Mio., woraus sich bei einer realistischen EBIT-Marge von 10 % ein operativer Gewinn von € 13 Mio. herleiten lässt. Als Jahresüberschuss sollten dann € 7.5 bis 8 Mio. bzw. € 0.18 bis 0.19 je Aktie möglich sein. Das KGV 2011e betrüge dann 12 – nicht zu viel für ein Unternehmen, das nach aller Voraussicht auch 2012 vor einem weiteren starken Wachstumsschub stehen dürfte.

Hohe Entwicklungskosten werden sinken

Wie der Vorstandsvorsitzende Ulrich Wör-

ner im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal betonte, würden zurzeit 12 000 Mannarbeitstage p. a. in die Weiterentwicklung der Software investiert. Umgerechnet entspräche dies etwa € 8 Mio. zusätzlichem Gewinn, vorausgesetzt Cor & FJA könnte diese Mitarbeiter in Kundenprojekten einsetzen, was laut Wörner aktuell möglich wäre. Somit liegt hier ein enormer Gewinnhebel, denn 2011 sollen planmäßig nur noch 9 000 Mannarbeitstage investiert werden. Perspektivisch könnte diese Kennziffer auf 4 000 sinken. Da Cor & FJA ab 2011 nicht nur auf der Kostenseite entlastet wird, sondern auch deutlich höhere Erlöse einfahren wird, haben Anleger, die sich jetzt auf ermäßigtem Kursniveau die Aktien anschauen, quasi eine doppelte Chance. Zudem ist der jüngste Kursaufschwung weitestgehend an Cor & FJA vorbeigegangen, die Aktie könnte folglich als Nachzügler wieder entdeckt werden. Und zwar spätestens dann, wenn Wörner bis spätestens Februar 2011 seine Planzahlen für das dann laufende Jahr präsentiert.

Klarer Marktführer

Dreh- und Angelpunkt für die zu erwartende erfreuliche Entwicklung ist die Zahl der neu gewonnenen Kunden. Da das Unternehmen bisher keinen einzigen Kunden wieder verloren hat, lassen sich Umsatz und Ertrag mit jedem Kunden gut kalkulieren. Und noch ein Punkt ist entscheidend: Da die Migration der Daten sehr aufwändig und somit teuer ist, überlegen sich Versicherungen und Banken sehr genau, ob sie solch ein Projekt ausschreiben. Tun sie es, stehen die Chancen für Cor & FJA als klarer Marktführer nicht allzu schlecht, zum Zuge

zu kommen, wie Wörner im Interview (s. S. 12) ausführte. So konnte die Gesellschaft am 20.07.2010 einen Großauftrag von zwei Zusatzversorgungskassen melden.

Betriebliche Altersvorsorge im Aufwind

Die Zusatzversorgungskasse der Rheinischen Versorgungskassen (RVK) und die Kirchliche Zusatzversorgungskasse des Verbandes der Diözesen Deutschlands (KZVK) haben die Schwaben mit der Einführung der Softwarelösung „Cor FJA Insurance Suite“ als Bestandsverwaltungs- und Leistungssystem beauftragt.

Der Vertrag hat eine Laufzeit von etwa dreieinhalb Jahren, das Projektvolumen liegt im unteren zweistelligen Millionenbereich. Die Gesamtprojektleistung umfasst neben dem Ausbau der neuen Standardsoftware und der Systemeinführung auch die übergreifende Steuerung der verbundenen und abhängigen Teilprojekte der beiden Kassen inklusive der Migration des Gesamtbestands. Nach der erfolgreichen Einführung sollen alle Prozesse rund um die betriebliche Altersvorsorge für über zwei Millionen Versicherte und Leistungsempfänger durchgeführt werden.

Mit dem Gewinn des Großauftrags erweitert das Unternehmen das eigene Produkt- und Leistungsspektrum gezielt um die Bedürfnisse und Funktionalitäten von Zusatzversorgungskassen – von der Kollektivverwaltung über die Bestands- bzw. Anwärterverwaltung bis hin zur Leistungsberechnung und -auszahlung. Gleichzeitig baut das Unternehmen seinen Marktanteil als Anbieter von Standardsoftware für Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge weiter aus.

Cor & FJA AG,
Leinfelden-Echterdingen
Telefon: 0711 / 94958-640
Internet: www.cor.fja.com
ISIN DE0005130108,
42.8 Mio. Stückaktien, AK € 42.8 Mio.
KGV 2011e 12, KBV 1.22 (9/10)
Börsenwert: € 88.6 Mio.
Aktionäre: MSG Systems AG 45.5 %, eigene Aktien 4.5 %, Streubesitz 50 %

Kennzahlen	9M 2010	9M 2009
Umsatz	84.3 Mio.	43.3 Mio.
EBIT	-647 000	-933 000
Periodenüberschuss	1.6 Mio.	-2 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.04	-0.10
EK-Quote	66.6 %	53.3 %

Kurs am 19.11.2010:
€ 2.07 (Xetra), 2.35 H / 1.64 T



Im Jahr 2010 kam der Aktienkurs per saldo nicht vom Fleck.

FAZIT: Der Fokus der Cor & FJA AG richtet sich nach der geglückten Fusion ganz klar auf das operative Geschäft. Hier konnten im Jahr 2010 viele Neukunden gewonnen werden, so dass die Erlöse ab 2011 steigen werden. Zugleich sollen die bisher hohen Entwicklungskosten planmäßig sinken, so dass sich für Anleger ein attraktiver Hebel ergibt. Hinzu kommt noch, dass die Aktie den jüngsten Börsenaufschwung nur zu einem kleinen Teil mitgemacht hat. Sofern es keinen herben Einbruch an den Märkten gibt, müsste dieser unentdeckte Titel über Nachholpotenzial verfügen. In Summe sind das ausreichend gute Gründe, sich rechtzeitig vor Bekanntgabe der Jahresplanung für 2011 im Februar kommenden Jahres zu positionieren. CS



Bei der Verarbeitung von großen Datenmengen kommt es auf jedes Detail an. Die Standardsoftware von Cor & FJA hilft dabei, alles akkurat zu verarbeiten und ist bei den Kunden zunehmend gefragt.

Immer höhere Anforderungen des Gesetzgebers

Daneben spielen auch immer neue regulatorische Anforderungen des Gesetzgebers den Schwaben in die Karten. So müssen z. B. ab dem 01.01.2011 alle Daten von Versorgungsbezügen wie Lebensversicherungen, Unterstützungs- und Pensionskassen, Versorgungswerken und weiteren Stellen, deren Zahlungen für den Empfänger eine Erwerbsquelle darstellen, elektronisch, bidirektional und mit einem zertifizierten System an die zuständigen Krankenkassen übermittelt werden. Die Softwareanbieter Entitec und Cor & FJA haben zu diesem Zweck eine Kooperation vereinbart, um der Versicherungswirtschaft gemeinsam ein einfach zu implementierendes Lösungspaket für das verbindlich einzuführende Zahlstellenmeldeverfahren anzubieten. Dabei liefert Cor die Software, Entitec übernimmt die weitere Betreuung.

Auch im Bankenumfeld erfolgreich

Auch im Bankenumfeld arbeitet das Unternehmen erfolgreich. So konnte am 14.10.2010 die Dekabank als Neukunde gewonnen werden. Dabei nehmen die Sparkassenbanker heute eine führende Stellung im fondsbasierten Riester-Geschäft in Deutschland ein. Damit die mehr als 350.000 riestergeforderten Verträge im Portfolio der Dekabank pro Jahr staatliche Zulagen in Höhe von mehr als € 75 Mio. von der Zulagen-

stelle für Altersvermögen erhalten, ist ein fehlerfreier und zeitnahe Austausch von Millionen Datensätzen mit hoher Prozesssicherheit notwendig.

9M 2010: Umsatz verdoppelt

Diese Entwicklung wird sich erst 2011 in den Zahlen widerspiegeln. Im ersten Jahr nach der Fusion dominieren noch andere Faktoren die Gewinn- und Verlustrechnung. So kletterte der Gesamtumsatz zwar auf € 84.3 (43.3) Mio., doch beim Vergleich muss allerdings berücksichtigt werden, dass seit Q1 2010 die Zahlen der ehemaligen Cor AG in der Bilanz der Cor & FJA AG voll zum Tragen kommen – nachdem in den Konzernabschluss 2009 nur die Monate November und Dezember von der ehemaligen Cor AG eingegangen waren.

Vergleich nur bedingt aussagefähig

Das EBIT stellte sich auf € -647.000 (-933.000), das EBT hingegen betrug zum 30.09.2010 € 2.5 Mio. Bereinigt um die im Zuge der Fusion gehobenen planmäßigen Abschreibungen auf die stillen Reserven der ehemaligen Cor AG von € 1.8 Mio. hätte sich ein EBT von € 4.3 Mio. ergeben. Im Vorjahreszeitraum wies die vormalige Cor AG ein EBT von € -2.4 Mio. und die FJA AG ein EBT von € -1 Mio. aus. In diesen Ergebnissen waren allerdings verschmelzungsbedingte Sondereffekte in Höhe von € 2.6 Mio. enthalten. Kurzum: Ein Vergleich der

beiden Zeiträume ist auf Grund der vielen Sondereffekte nur bedingt möglich.

B+S Bankssysteme jetzt Finanzbeteiligung

Den wesentlichen Beitrag zu der deutlichen Ergebnisverbesserung in Q3 2010 lieferte die Neubewertung der Anteile an der B+S Bankssysteme AG, an der Cor & FJA knapp 25 % hält. Diese Beteiligung wurde im Halbjahresbericht noch als assoziiertes Unternehmen eingestuft und folglich zu Anschaffungskosten bewertet. Dabei wurde eine Aufdeckung der stillen Reserven noch nicht vorgenommen.

Nach der Kursrally von B+S hat Cor & FJA nach Aussagen Wörners von der ursprünglich geplanten Aufstockung abgesehen. Stattdessen wird der Anteil nun als Finanzbeteiligung gesehen. Zum 30.09.2010 erfolgte daher eine Änderung, die einen Ergebnisbeitrag von € 3.2 Mio. nach sich zog, so dass das Periodenergebnis auf € 1.6 (-2) Mio. bzw. € 0.04 (-0.10) je Aktie drehte.

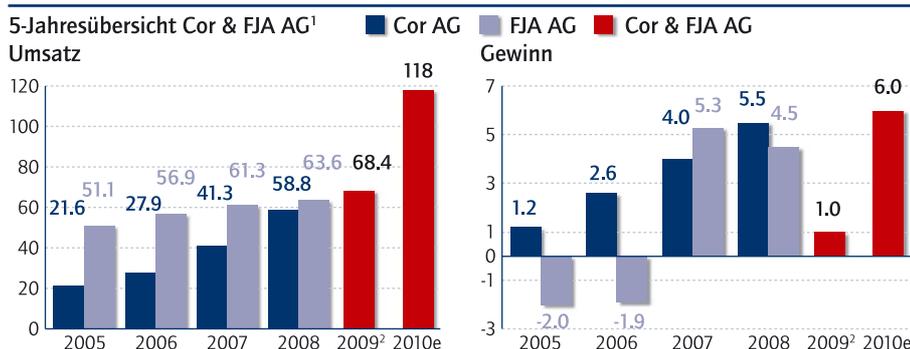
Solide Bilanz

Die Bilanz des Softwarekonzerns vermittelt einen soliden Eindruck. So sanken die kurzfristigen Vermögenswerte nach 9M um € 4 Mio. auf € 48.8 Mio. Die langfristigen Vermögenswerte erhöhten sich um € 2.1 Mio. auf € 57.9 Mio. Dieser Anstieg beruht vor allem auf dem Erwerb von Anteilen an der B+S Bankssysteme und deren Bewertung am Bilanzstichtag zum Marktwert. Hieraus ergab sich der oben genannte Ergebniseffekt von € 3.2 Mio.

Der Rückgang der kurzfristigen Schulden um € 3.4 Mio. auf € 22.8 Mio. ist in erster Linie auf die Rückzahlung eines Darlehens von € 3 Mio. zurückzuführen. Die langfristigen Schulden reduzierten sich um € 0.5 auf 12.8 Mio. reduziert. Die EK-Quote lag nach 9M bei soliden 66.6 (53.3) %. Zum Stichtag 30.09. befanden sich € 15.2 (11.7) Mio. liquide Mittel in der Kasse. Keine dieser Kennziffern fällt aus dem Rahmen und lässt Ungemach in Form von außerplanmäßigen Abschreibungen in den kommenden Jahren erwarten.

Carsten Stern

So sieht eine Fusion unter Gleichen aus



Cor & FJA

„2011 und 2012 werden gute Jahrgänge für uns“

Nach einer Reihe von Vertriebsereignissen blickt der Softwarekonzern Cor & FJA sehr optimistisch in die Zukunft, wie der Vorstandsvorsitzende Ulrich Wörner im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal ausführte. Er erläuterte u. a. warum sich das Unternehmen bislang auf eine hohe Kundentreue stützen konnte.

NJ: Herr Wörner, John Chambers, seines Zeichens Chef des weltgrößten IT-Konzerns Cisco Systems hat sich jüngst pessimistisch zu den Perspektiven der gesamten Branche geäußert. Teilen Sie seine Skepsis?

Wörner: Für uns treffen seine Aussagen nicht zu, das kann ich Ihnen versichern. Lassen Sie es mich exemplarisch an unseren Vertriebsereignissen im Jahr 2010 festmachen. Wir haben so viele Neukunden gewonnen und noch weitere schriftliche Absichtserklärungen in petto, dass ich jetzt schon sagen kann: 2011 wird ein gutes Jahr für Cor & FJA. Nach der Ursprungsplanung hätte ein Großteil schon in 2010 umsatzwirksam sein sollen, diese Erlöse kommen nun definitiv in 2011.

NJ: Lässt sich dieser Optimismus auch in Zahlen fassen?

Wörner: Aktuell leider noch nicht, wir sitzen gerade über der Planung für 2011. Ich gehe davon aus, dass wir unseren Investoren spätestens im Februar eine konkrete Schätzung präsentieren können.

NJ: Wie hat sich Ihr neues Geschäftsfeld Sachversicherung entwickelt?

Wörner: Wir konnten auf Anhieb zwei Neukunden in Deutschland gewinnen. Auch in der Schweiz waren wir erfolgreich auf Akquisitionstour, der Großauftrag wird aber erst 2011 umsatzwirksam. Gleiches gilt für eine Ausschreibung in Osteuropa, die wir für uns entscheiden konnten. Hier geht es um die Fachgebiete Sach- und Lebensversicherung. Außerdem arbeiten wir zurzeit mit einem großen deutschen Versicherungskonzern, dessen Namen ich noch nicht nennen darf, an einem System für die Kfz-Versicherung. Macht in der Summe fünf Neukunden – nicht schlecht für ein neues Geschäftsfeld, wie ich meine.

NJ: Können Sie ähnlich Erfreuliches auch für das Segment Lebensversicherung vermelden?

Wörner: Ja, kann ich. In den Niederlanden haben wir vor ein paar Tagen eine Absichtserklärung, oder wie es so schön neudeutsch heißt Letter of Intent (LOI), unterschrieben. Denken

Sie bitte auch noch an die Osteuropa-Plattform, die, wie bereits erwähnt, auch diesen Bereich umfasst. Und wir sind in der finalen Angebotsrunde für einen richtig großen Versicherungskunden im Segment Leben. Hier ist es noch zu früh, einen Erfolg zu melden.

NJ: Wie sieht es im Segment Banking aus?

Wörner: In diesem Jahr laufen wir schätzungsweise bei € 27 Mio. Umsatz aus dem Geschäftsfeld hinaus. Als Neukunden konnten wir z. B. die Mitsubishi Bank gewinnen. Insgesamt wollen wir € 118 Mio. Umsatz sowie ein operatives Ergebnis zwischen € 5 und 6 Mio. einfahren.

NJ: Damit hätten wir die relevanten Fragen zu den Geschäftssegmenten geklärt. Spannend ist bei Software-Konzernen grundsätzlich die Frage, in welchem Verhältnis Lizenz- und wiederkehrende Wartungsumsätze zueinander stehen. Wie ist das bei Cor & FJA?

Wörner: Eines gleich vorab: Unsere Kunden fordern gewissermaßen einen Wartungsvertrag von uns, der zwischen 18 und 20 % des Lizenzumsatzes p. a. einspielt. Hinzu kommen jährliche Updates, deren Preise sich je nach Umfang bemessen.

NJ: Das hört sich so an, als ob der Kunde praktisch nicht zur Konkurrenz wechseln kann. Ist das wirklich so? Und wenn ja, wie gewinnen Sie dann Neukunden?

Wörner: Wir haben in den vergangenen Jahren keinen einzigen Kunden verloren, was auch daran liegt, dass die Migration der Daten von einem alten in ein neues System extrem aufwändig ist. Heißt, Neukunden kann es immer nur dann geben, wenn sich eine Versicherung oder Bank entschließt, nicht mehr auf das alte System zu setzen und den Auftrag ausschreibt. Dann haben wir gute Karten, zum Zug zu kommen, wie unsere Vertriebsereignisse belegen.

NJ: Als Marktführer in Lebensversicherungen glaube ich Ihnen das sofort, aber gilt das auch für Banken und Sachversicherungen?

Wörner: In Leben haben wir das Topsystem in Europa, sagt zumindest die Gartner Group. Und weil wir viele unserer Versicherungskunden aus diesem Gebiet seit vielen Jahren kennen, öffnet das so manche Tür auch in der Sachsparte – echtes Cross Selling.

NJ: Erklärtes Ziel Ihres Unternehmens war es, die Auslands- und Vertriebsaktivitäten zu forcieren. Nun haben Sie Holland und die



Der Cor & FJA-Vorstandsvorsitzende Ulrich Wörner rechnet damit, von der US-Gesundheitsreform zu profitieren.

Schweiz bereits erwähnt. Planen Sie 2011, noch weitere Märkte zu erschließen?

Wörner: Wir haben im August 2010 einen Vertriebsmanager in Österreich eingestellt. Erwarteter Umsatz 2010: € 250 000. Auch in Portugal/Spanien befinden wir uns bei zwei Ausschreibungen in der letzten Runde gemeinsam mit dem Partner IBM. Des Weiteren haben wir die skandinavischen Länder auf unserem Radar. Hier sind wir noch auf Partnersuche. Erwähnen möchte ich noch unser US-Geschäft. Insbesondere im Bereich Krankenversicherung werden wir von der Gesundheitsreform von US-Präsident Barack Obama profitieren.

NJ: Machen vor diesem Hintergrund Firmenkäufe überhaupt Sinn?

Wörner: Unter Umständen schon. Falls der Fall auftauchen sollte, dass ein Konkurrent statt der Weiterentwicklungen seiner alten Software lieber auf unsere moderne Architektur setzt und seine Kunden mitbringt, dann könnte es Sinn machen.

NJ: Dann dürfen sich Anleger auf ein gutes Jahr 2011 und auch über eine Dividende freuen?

Wörner: Auch 2012 wird an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit ein gutes Jahr für uns werden. Dann hätten wir grundsätzlich die Möglichkeit, über die Aufnahme der Dividendenzahlung nachzudenken. Beginnen wollen wir, wenn wir eine kontinuierliche Ausschüttung sicherstellen können.

NJ: Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern