

Adesso

Wachsendes Geschäft durch Regulierungsdruck und Rationalisierung

Trotz einer Anhebung der Prognosen für das Geschäftsjahr 2011 blieb der Kurs im schwachen Börsenumfeld nach dem Einbruch im August auf tiefem Niveau. In NJ 10/11 wiesen wir bei € 6.50 darauf hin, dass wir bei einem KGV 2011e von 7 und einem KBV von 1.15 ein deutliches Erholungspotenzial sahen.

Dennoch kam es nach einer Seitwärtsphase über den Jahreswechsel zu einer weiteren Abschwächung, so dass die Aktie am 06.01.2012 nur bei € 6.- notierte. Da keine fundamentalen Gründe vorhanden waren, setzte bei freundlichen Börsen eine kräftige Erholung bis Mitte März um 30 % auf € 7.80 ein. Inzwischen drückten bei erneut nervösen Börsen Gewinnmitnahmen den Kurs auf € 7.33, so dass sich seit unserem Bericht ein Plus von 12.8 % errechnet. Auf Grund der erreichten Fortschritte und der positiven Aussichten in den von der Adesso AG bearbeiteten Geschäftsfeldern erscheint uns die Aktie wie vor einem halben Jahr aus fundamentaler Sicht immer noch deutlich unterbewertet.

Schwerpunkt IT-Services, Solutions legt weiter zu

Der 1997 gegründete Dortmunder IT-Dienstleister, der 2007 nach der Verschmelzung mit dem ehemaligen Neuer Markt-Wert BOV an die Börse gelangte, verfolgt mit 847 Mitarbeitern nach eigenen Angaben das Ziel, „zu einem der führenden Beratungs- und Technologiekonzerne für branchenspezifische Geschäftsprozesse in Zentraleuropa aufzusteigen“. An der Schnittstelle zwischen Geschäftsprozessen

und IT realisiert Adesso Softwareprojekte und ergänzt teilweise die Beratung durch eigene Softwarelösungen. 81 (80) % des Umsatzes wurden 2011 in Deutschland generiert; auf den deutschsprachigen Raum entfielen 98 (96) %. Die Erlöse stammten zu 80 (86) % aus IT-Services und zu 20 (14) % aus Solutions.

Fokus auf Kernbranchen

Seit ihrer Gründung setzt Adesso auf ein bewährtes Wachstumsmodell, das nach Durchdringung einer Branche die Übertragung des Modells auf eine neue Branche vorsieht, so dass nach jeweils zwei bis drei Jahren eine neue Kernbranche aufgebaut wird, wie aktuell die Energie- und Wasserwirtschaft, auf die im Geschäftsjahr 2011 ein Anteil von 8 (10) % entfiel. Die Verteilung der Erlöse auf die Kernbranchen veränderte sich nur geringfügig: Versicherungen machten 26 (27) % aus, Banken 15 (15) %, Gesundheitswesen/Krankenkassen 14 (16) %, öffentliche Verwaltung 7 (8) %, Lotterien 3 (2) % und Sonstige 27 (27) %. Der Umsatz mit Banken in Deutschland und in der Schweiz wurde signifikant ausgebaut; der Umsatz im Bereich Versicherungen blieb zwar stabil, doch sinkt dadurch naturgemäß deren Anteil. Als Beispiel für Aufgaben in einer von Adesso tief durchdrungenen Branche wie Versicherungen nannte Finanzvorstand Christoph Junge im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal die Gründung des Joint Ventures PS Life GmbH, das ein im Rahmen eines Kundenprojekts entwickeltes Vertragsverwaltungssystem für Lebensversicherungen auch anderen Kunden anbietet. Nach einem Um-

satz von mehr als € 5 Mio. im Jahr 2011 erfolgt ab 2012 eine breitere Vermarktung. In die Entwicklung von Softwareprodukten für die Energie- und Wasserversorgung wurden 2011 auf EBITDA-Basis € 1.1 Mio. investiert. Hier läuft nach den Worten von Christoph Junge die erste Modellimplementierung, und die Auftragspipeline füllt sich.

Vielfältige Aufgaben

Generell ist festzuhalten, dass sowohl die zunehmende Regulierung in allen Kernbranchen als auch der Optimierungswunsch der Kosten-/Erlössituation auf Kundenseite für die IT-Branche, und damit auch für die Adesso AG, ein weites Betätigungsfeld bietet. Allein die ständig wechselnden Anforderungen im Gesundheitswesen und in der öffentlichen Verwaltung bekommt jeder Betroffene in unterschiedlicher Form fast täglich zu spüren. Und immer stecken hinter diesen Veränderungen Aufgaben für IT-Dienstleister und -Berater.

Alle Kennzahlen verbessert

Wie bereits nach Ablauf von H1 2011 erwartet, schloss die Adesso AG das Geschäftsjahr 2011 mit Rekordzahlen beim Umsatz und beim operativen Ergebnis ab: Der Umsatz kletterte in einem für die IT-Branche freundlichen Geschäftsklima um 23.7 % auf € 106 (85.7) Mio.; 20 % des Zuwachses waren organisch bedingt. Als besonders erfolgreich bezeichnete Finanzvorstand Junge den Ausbau des Produktgeschäfts, in dem „neue Höchstwerte bei Lizenz- und Wartungsarbeiten“ erzielt wurden. Deutlich stärker legte das EBITDA als

Adesso AG, Dortmund
Telefon: 0231/930-9330
Internet: www.adesso-group.de
ISIN DE000A0Z23Q5,
 5 741 663 Stückaktien, AK € 5 741 663
Börsenwert: € 42.1 Mio.
Aktionäre:
 Prof. Dr. Volker Gruhn (AR-Vs) 29.8 %, Rainer Rudolf 19.6 %, Ludwig Fresenius 7.2 %, Michael Hochgürtel 5.1 %, Streubesitz 38.3 %

Kennzahlen	2011	2010
Umsatz	106 Mio.	85.7 Mio.
EBITDA	8.6 Mio.	5.6 Mio.
Jahresergebnis	3.9 Mio.	2.5 Mio.
Ergebnis je Aktie	0.72	0.42
EK-Quote	49.2 %	49.6 %

Kurs am 19.04.2012:
 € 7.33 (Xetra) 8.25 H / 5.62 T
KGV 2011 10, 2012e 8, 2013e 6,
KBV 1.22 (12/11)



Nach dem Ende der aktuellen Konsolidierung sind neue Höchststände in Sicht.

FAZIT: Obwohl im Kurs der Adesso AG die Erfolge des Jahres 2011 zu einer höheren Bewertung führten, weisen die Kennzahlen auf eine anhaltende Unterbewertung hin, in der die Angst der Investoren vor schwächelnder Konjunktur zum Ausdruck kommt. Es genügt jedoch schon, sich in seinem eigenen Umfeld bei Banken, Versicherungen, Krankenkassen oder der öffentlichen Verwaltung umzusehen, um das Ausmaß der bevorstehenden Umwälzungen wahrzunehmen. Auch nach dem Kursanstieg dürfte daher das Potenzial der bestens aufgestellten, ertrags- und finanzstarken Adesso AG bei weitem nicht ausgeschöpft sein. Zwischenzeitliche Ergebnisbelastungen durch Investitionen in die Zukunft sollten langfristig ausgerichtete Investoren nicht abschrecken. **KH**

Chart: Ariva.de AG; Foto: Fotolia.de/Xtravagant

zentrale Steuergröße um 53.6 % auf € 8.6 (5.6) Mio. zu. Trotz der Investitionen in die Entwicklung neuer Produkte von € 1.1 Mio. verbesserte sich die EBITDA-Marge auf 8.1 (6.5) %. Begründet wurde der Sprung, neben den gestiegenen Lizenzumsätzen, mit „einer höheren Auslastung der Berater und Entwickler, der Durchsetzung von durchschnittlich höheren Tagessätzen sowie Modifikationen in der Kostenstruktur“.

Die Abschreibungen von € 3.5 (2.9) Mio. enthalten eine Teilabschreibung auf die Geschäftsaktivitäten in Österreich in Höhe von € 1.4 Mio., dennoch konnte das EBIT auf € 5.2 (2.7) Mio. fast verdoppelt werden. Nach Steuern von € -1.1 (+0.03) Mio. verblieb ein rekordhoher Jahresüberschuss von € 3.9 (2.5) Mio. Das Ergebnis je Aktie von € 0.72 (0.42) wäre ohne die Abschreibung in Österreich um € 0.25 höher ausgefallen. Mit einer Ausschüttungsquote von 25 (36) % wird die Dividende um 20 % auf € 0.18 (0.15) je Aktie angehoben, so dass die Aktionäre trotz des starken Wachstums eine Verzinsung ihres Einsatzes erhalten. Bezogen auf den in NJ 10/11 zugrundegelegten Kurs von € 6.50 beträgt die Dividendenrendite 2.6 %.

Sehr solide Bilanzstruktur

Bei einem mehr als verdoppelten Cash-flow aus operativer Geschäftstätigkeit von € 10.2 (4.2) Mio. und Ausgaben für Investitionen von € -1.9 (-0.6) Mio. erhöhten sich die liquiden Mittel trotz der Tilgung von Krediten und der vorjährigen Dividendenzahlung um € 5.5 auf 22.5 (17) Mio. Bei einer Bilanzsumme von € 69.9 (62.3) Mio. ist dies die höchste Einzelposition, gefolgt von Forderungen in Höhe von € 19.1 (17.2) Mio. Die Geschäfts- und Firmenwerte belaufen sich nunmehr auf € 11.5 (12.6) Mio. und enthalten nach den Worten von Christoph Junge aus ak-

tuelier Sicht keine weiteren Risiken. Die Passivseite der Bilanz wird beherrscht vom Eigenkapital in Höhe von € 34.4 (30.9) Mio. und somit einer hohen EK-Quote von 49.2 (49.6) %. Bei finanziellen Verbindlichkeiten von € 4.8 (6.9) Mio. verfügt der Konzern über eine Nettoliquidität von € 17.7 (10.2) Mio.

Erste Übernahme im Jahr 2012 vollzogen

Erklärtes Ziel der Unternehmensstrategie ist es, nicht nur intern, sondern auch extern zu wachsen, wobei die finanzielle Ausstattung naturgemäß Akquisitionen erleichtert. Auf Grund der aktuell niedrigen Zinsen bieten sich dabei sogar trotz der hohen eigenen Mittel langfristige Finanzierungen an, die Adesso dank hoher Eigenkapitalquote und Liquidität derzeit mit weniger als 2.5 % abschließen kann. Für einen „mittleren unteren einstelligen Millionenbetrag und eine weitere variable Komponente“ sind im März 2012 von den im Unternehmen verbleibenden Gründern 51 % der Anteile an der Arithnea GmbH übernommen worden, die 2011 bei einem Umsatz von € 10 (6) Mio. einen Vorsteuerertrag von € 1.4 Mio. erwirtschaftete. Mit der Übernahme der Münchner Arithnea

verstärkt sich Adesso in der Beratung, der Implementierung und der Pflege von eBusiness-Anwendungen. Zumindest eine weitere Akquisition hält Christoph Junge in diesem Jahr für möglich, wobei es sich wieder um eine strategische Ergänzung und ein profitables Objekt handeln müsste.

Ehrgeizige Mittelfristplanung

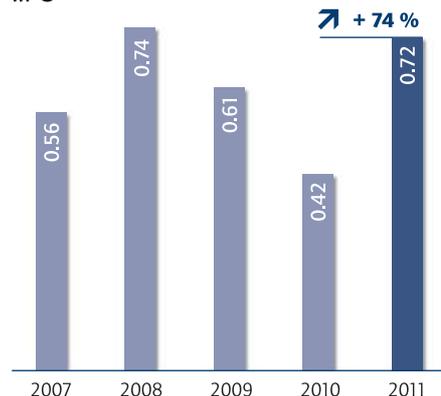
Ohne Übernahmen ging der Vorstand bisher für das laufende Jahr von einem Umsatz in der Größenordnung von € 110 bis 112 Mio. aus. Damit würde Adesso mit abgeschwächter Dynamik, aber stärker als der relevante IT-Markt, wachsen. Mit der Entwicklung zusätzlicher eigener Softwareprodukte sollen sich die Margen ab 2013 verbessern. Die hierfür notwendigen Investitionen von ca. € 2 Mio. belasten zwar das laufende Jahr, werden aber im Hinblick auf die Perspektiven hingenommen, um auch in Zukunft „mindestens doppelt so schnell“ wachsen zu können wie der Gesamtmarkt. Die mittelfristige Planung sieht nach dem Eintritt in die USA und nach weiteren Übernahmen für das Jahr 2014 einen Umsatz von € 150 Mio. vor.

Klaus Hellwig

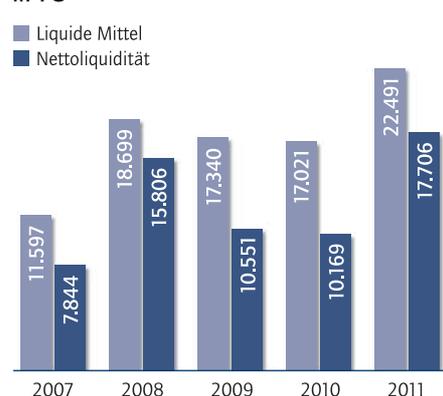


Wichtige Kennzahlen lassen die Unterbewertung der Adesso-Aktie erkennen

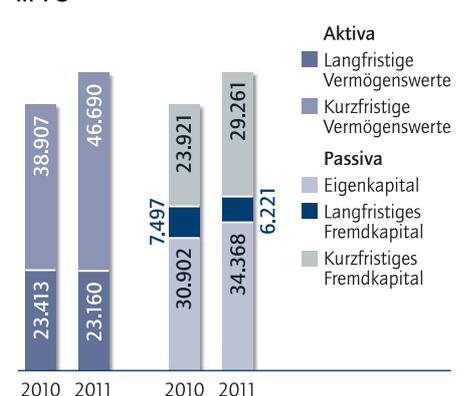
Ergebnis je Aktie in €



Liquide Mittel und Nettoliquidität in T€



Bilanzstruktur in T€



Adesso

„Adesso ist ein bekennendes Wachstumsunternehmen“

Seit dem Börsengang 2007 berichten wir regelmäßig über die positive Entwicklung der Adesso AG. Über die stetig wachsenden Anforderungen an Beratung und Technologie sprachen wir mit dem Finanzvorstand des IT-Dienstleisters, Christoph Junge.

NJ: Herr Junge, über das erfolgreiche Geschäftsjahr 2011 und die Gründe für die positive Entwicklung haben sich unsere Leser im vorherigen Artikel informieren können. Wie sehr ist Ihr unternehmerischer Erfolg noch an den Verlauf der Konjunktur gekoppelt?

C. Junge: Auch wenn Adesso seit dem Reverse IPO in 2007 stets stark gewachsen und immer profitabel gearbeitet hat, ist unser Geschäft selbstverständlich nicht vollständig konjunkturabhängig. In wirtschaftlich schwachen Phasen verschieben Kunden ihre nicht zwingend erforderlichen Investitionen für neue Software auf Folgejahre. Dies ist insbesondere im Produktgeschäft bei den Lizenzumsätzen für Adesso spürbar und belastet dann insgesamt die Marge. Unser Beratungs- und Projektgeschäft ist hier weniger sensitiv, da wir uns auf die Kerngeschäftsprozesse von Unternehmen spezialisiert haben. Sofern hier Änderungen der IT notwendig sind, können diese nicht ohne Weiteres verschoben werden. Dies ist auch der Grund, weshalb sich Adesso selbst in den weltwirtschaftlichen Krisenjahren mehr als gut behauptet hat.

NJ: Sie streben folgerichtig in Bereiche, die weniger konjunktursensibel sind. Welches Potenzial sehen Sie in welchen Geschäftsfeldern?

C. Junge: Der Markt für IT-Services und Software ist nach wie vor ein attraktiver Wachstumsmarkt. In den von uns bearbeiteten Branchen ist eine Differenzierung der Kunden gegenüber dem Wettbewerb vor allem über effiziente IT-Lösungen möglich. Dafür müssen die eigenen Prozesse optimal über IT abgebildet werden. Adesso hat sich mit seinen Branchenspezialisten im Versicherungs- und Bankenbereich, aber auch im Gesundheitswesen einen guten Namen gemacht. Aktuell bauen wir vor allem die Branchen öffentliche Verwaltung sowie Energie- und Wasserwirtschaft als zusätzliche Zielbranchen für Adesso aus. Stetige Gesetzesänderungen, aber auch der starke Kostendruck im öffentlichen Sektor sorgen für volle Auftragsbücher bei Adesso. Zudem haben diese Branchen einen gewissen Nachholbedarf im Bereich der IT-Unterstützung.

NJ: Bewusst bauen Sie den Bereich „IT-Solutions“ aus, um mit Lizenzentnahmen und Pflege Stabilität und höhere Margen zu generieren. Welcher Anteil ist im Jahr 2014, wenn der Umsatz € 150 Mio. betragen soll, geplant?

C. Junge: Derzeit erwirtschaften wir mit unserem Lösungsbereich 20 % unseres Umsatzes. Wir haben keinen Zielwert für das Verhältnis, sondern nehmen

Chancen dort wahr, wo sie sich für uns aufzeigen. Adesso investiert erhebliche Beträge in die Entwicklung eigener Lösungen und Produkte. Dennoch gehen wir nicht davon aus, dass der Bereich noch schneller wächst als der Bereich IT-Services.

NJ: Nochmals zum Jahr 2014. Wie soll dann die Verteilung der Umsätze auf „Services“ und „Solutions“ ländermäßig aussehen?

C. Junge: Vor allem im branchenspezifischen Beratungsgeschäft sehen wir zunächst noch viel Potenzial in Deutschland und im deutschsprachigen Ausland. Auf Grund der Komplexität der Dienstleistungen wäre eine verfrühte Expansion auch nicht sinnvoll. Einige unserer Produkte sind hingegen bereits jetzt gut in nicht-deutschsprachige Regionen verkaufbar und haben ihre Feuertaufe im Ausland nicht selten schon mit Bravour bestanden. Das Content-Management-System FirstSpirit konnten wir bereits mehrfach in Frankreich und zuletzt auch in Südafrika oder den USA verkaufen, einem der größten Märkte für Content-Management-Systeme weltweit. Das große Interesse hier hat uns dazu bewogen, erste Schritte einzuleiten, um auf dem nordamerikanischen Markt Fuß zu fassen. Somit wird sich der Umsatzanteil im Produktgeschäft deutlicher zugunsten der nicht-deutschsprachigen Märkte verschieben.

NJ: Welche Erwartungen verknüpfen Sie mit den in den USA aufgenommenen Aktivitäten?

C. Junge: Der 2011 erfolgte Eintritt in den US-amerikanischen Markt bietet für uns langfristig große Chancen für unser Produkt FirstSpirit. Dabei ist unser Investment und das damit einhergehende Risiko überschaubar, zumal wir hier nicht überstürzt vorgehen. Zunächst einmal kommt es uns darauf an, durch Gespräche mit dort ansässigen Implementierungspartnern und Unternehmen das Produkt bekannter zu machen und als Alternative zu etablierten US-amerikanischen Anbietern ins Spiel zu bringen. Mit signifikanten Erlösen in den USA wird erst ab 2013 gerechnet. Aber ganz frisch können wir Ihnen verraten, dass wir gerade einen sehr schönen Abschluss erreicht haben, der alleine schon unsere laufenden Kosten für das Jahr 2012 abdecken wird.

NJ: Stichwort „laufendes Jahr“: Abgeschwächter Zuwachs beim Ergebnis gegenüber 2011, höhere Investitionen, aber keine Impairment-Abschreibungen und eine abgeschlossene Übernahme. Daraus errechnen wir ein Ergebnis je Aktie von ca. € 0.90 – einverstanden?

C. Junge: Das impliziert eine Steigerung des Konzernergebnisses um 25 % oder einen Gewinn je Aktie wie 2011, wenn kein Impairment vorgenommen worden wäre. Mit Blick auf das langfristige Wachstum von Adesso werden wir aber 2012 noch einmal mehr in die neue Produktfamilie für die kommunalen Energieversorger investieren. Darüber hi-



Finanzvorstand Christoph Junge kann mit der hervorragenden Bilanz der Adesso AG punkten.

naus erwarten wir geringere Lizenzumsätze im Vergleich zum sehr guten Jahr 2011. Wir haben dementsprechend in unserer Guidance bei einem niedrigeren EBITDA ein Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau als Ziel ausgegeben. Ihre Prognose liegt da deutlich höher.

NJ: Schauen wir weiter. Ohne Sie knebeln zu wollen: Ab dem Geschäftsjahr 2013 sollten u. E. die positiven Entwicklungen das Ergebnis je Aktie auf mehr als € 1.- treiben. Wäre dann ein Drittel davon für die Aktionäre realistisch?

C. Junge: Da sind wir beisammen. Das Jahr 2013 sollte nach den laufenden hohen Investitionen eine gute Weiterentwicklung des Ergebnisses mit sich bringen. Adesso ist ein bekennendes Wachstumsunternehmen, aber mit unserer eingeschlagenen Dividendenpolitik wollen wir die Anteilseigner laufend auch am Unternehmensgewinn beteiligen. Eine festgelegte Ausschüttungsquote gibt es jedoch nicht. Bislang haben wir zwischen circa 25 und 35 % des Nettogewinns ausgeschüttet. Die Höhe des Dividendenvorschlags machen wir dabei auch von einer soliden Finanzlage und dem Erreichen unserer strategischen Wachstumsziele abhängig. Außerdem streben wir eine mindestens stabile und tendenziell stetig ansteigende absolute Ausschüttung an.

NJ: Ähnlich wie Adesso planen unsere Leser überwiegend langfristig. Wo sehen Sie den Konzern in fünf Jahren?

C. Junge: Schon jetzt gehört Adesso zu den größten herstellerunabhängigen IT-Beratungs- und Softwareunternehmen in Deutschland. In fünf Jahren wird Adesso zu den führenden IT-Beratungshäusern für die Finanzindustrie im deutschsprachigen Raum gehören, in drei Kontinenten seine Lösungen und Produkte verkaufen, mit einigen Kunden als strategischer Lieferant mehr als € 10 Mio. Umsatz pro Jahr generieren und mindestens eine weitere Branche auf- und ausgebaut haben.

NJ: Herr Junge, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig