

# All for One Steeb AG

24. Mai 2017

## Basisstudie

### Analyst

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

### Bewertungsergebnis

## KAUFEN

(vormals HALTEN)

### Fairer Wert

## € 77,38

(vormals € 69,00)



Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

## Im Kern der Digitalisierung des Mittelstandes

Als größter SAP-Mittelstands-Partner der DACH-Region profitiert All for One Steeb von drei großen Trends: **1.)** der **Digitalisierung**, die die KMUs längst erfasst hat **2.)** der erweiterten Lösungswelt (SAP/Non-SAP), die eine Positionierung als **strategischer IT-Partner für den Mittelstand** ermöglicht und **3.)** dem einsetzenden Umstieg auf die neue ERP-Generation **SAP S/4HANA**, die bei SAP-Partnern auf Jahre hinaus für eine hohe Beraterauslastung sorgen wird. Diese drei Trends stehen in einem engen Zusammenhang, denn ein ERP-System wie SAP S/4HANA bildet (als „single source of truth“) **einen logischen Digitalisierungskern**, in den andere Programme und Services integriert werden (müssen). All for One Steeb ist somit für Mittelständler zentraler Ansprechpartner bei der digitalen Transformation und generiert u.a. durch das Angebot der skalierbaren **Cloud/Outsourcing Services** eine stetig wachsende Basis **wiederkehrender Umsätze**. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten mittelfristigen Aussichten hat die Aktie mit einem **EV/Umsatz von 0,97** noch Potenzial.

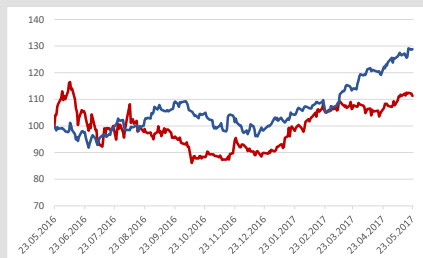
- Die neue ERP-Generation **SAP S/4HANA** stellt einen großen Technologiesprung dar, mit einfacherer Datenstruktur und schnellerer Datenbanktechnologie (u.a. sind nun Planungen auf Basis von Echtzeitdaten möglich). Neben betriebswirtschaftlichen Motiven ist das Auslaufen des Supports der Vorgängerlösung **in 2025** ein mittelfristiger Treiber der Umstellungen, die für **hohe Beraterauslastung** sorgen und All for One Steeb Ansatzpunkte liefern, gemeinsam mit dem Kunden Digitalisierungsstrategien zu entwickeln.
- Während das klassische Lizenzgeschäft mitunter konjunkturellen Schwankungen unterliegt, liefern die **Outsourcing und Cloud Services (inkl. Wartung)** wiederkehrende, planbare Umsatzerlöse. Skaleneffekte spielen hier eine entscheidende Rolle. Bei All for One Steeb verantwortet diese Umsatzart zum Halbjahr 2016/17 **knapp 43% der Gesamtumsätze** und soll strategisch noch weiter ausgebaut werden.
- Ausblick des Unternehmens:** Die Prognose für das Geschäftsjahr 2016/17e wurde angehoben. Die Gesellschaft erwartet den Umsatz nun in einer Bandbreite von € 290 Mio. bis € 300 Mio. Die Bandbreite beim EBIT-Ziel wurde auf € 19 Mio. bis € 20,5 Mio. eingegrenzt. Unsere nach der inside-Übernahme überarbeiteten Schätzungen liegen innerhalb der neuen Guidance.

## Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2014/15	241,6	27,5	19,3	16,1	11,4	2,30	0,80	8,0%	4,7%
2015/16	266,3	27,4	18,8	17,4	12,3	2,46	1,10	7,1%	4,6%
2016/17e	295,0	29,2	19,9	19,2	13,3	2,67	1,14	6,7%	4,5%
2017/18e	324,5	32,1	22,1	21,3	14,8	2,97	1,15	6,8%	4,6%
2018/19e	357,0	36,4	25,8	25,1	17,5	3,50	1,38	7,2%	4,9%

Quelle: BankM-Research

Branche	IT-Dienstleistungen		
WKN	511000		
ISIN	DE0005110001		
Bloomberg/Reuters	A1OS GY/A1OS.DE		
Rechnungslegung	IFRS		
Geschäftsjahr	30.09		
Q3 2016/17	09.08.2017		
Marktsegment	Regulierter Markt		
Transparenzlevel	Prime Standard		
<b>Finanzkennzahlen</b>	<b>16/17e</b>	<b>17/18e</b>	<b>18/19e</b>
EV/Umsatz	0,97	0,88	0,80
EV/EBITDA	9,8	8,9	7,8
EV/EBIT	14,3	12,9	11,1
P/E bereinigt	24,0	21,5	18,3
Preis/Buchwert	4,7	4,1	3,6
Preis/FCF	28,8	19,1	17,4
ROE (in %)	20,8	20,5	21,0
Dividendenrendite (in %)	1,8	1,8	2,2
Anzahl ausst. Aktien (in Mio.)	4,982		
Marktkap. / EV (in € Mio.)	319 / 285		
Free float (in %)	24		
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	97		
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	67,98/49,10		
Kurs 23.05.2017 (in €; XETRA-Schluss)	64,00		
<b>Performance</b>	<b>1M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
absolut (in %)	6%	18%	11%
relativ (in %)	-2%	-7%	-14%
Vergleichsindex	DAX-Subsector IT-Services		



All for One Steeb AG (XETRA) rot/hell) im Vergleich mit DAXsubsector IT/Services (blau/dunkel)

Quelle: Deutsche Börse AG

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

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang 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. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Frankfurt.

## Inhalt

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell und Strategie	4
Historie	8
Vorstand und Aufsichtsrat	9
<b>AKTIONÄRSSTRUKTUR</b>	<b>9</b>
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>10</b>
Markttrends/Zukunftsfragen	10
Marktstruktur und Wettbewerber	14
Allgemeine Marktdaten	14
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>22</b>
Gewinn- und Verlustrechnung	22
<b>BEWERTUNG</b>	<b>23</b>
DCF-Modell	23
Sensitivitätsanalyse	24
Peer-Group-Vergleich	24
Bewertungsfazit	26
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>27</b>
<b>GLOSSAR (AUSGEWÄHLTE) SAP-LÖSUNGEN</b>	<b>28</b>
<b>FACHBEGRIFFSGLOSSAR</b>	<b>29</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>30</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>33</b>

## Investment Case

Der von SAP vollzogene Generationswechsel von der SAP Business Suite auf **SAP S/4HANA** markiert nicht nur technologisch einen Quantensprung. Die neuen Systeme sind auf Grund ihrer Architektur bei komplexen Aufgaben um ein Vielfaches schneller, auch die explizite Positionierung als digitaler Kern ist neu und hilft Unternehmen bei der weiteren digitalen Transformation. All for One Steeb verfügt im Mittelstand über die **größte Basis an SAP-Bestandskunden** und wird entsprechend stark an Umstellungsprojekten partizipieren. Der Generationswechsel dürfte **auf Sicht von 8-10 Jahren** ein beherrschendes Thema sein und für hohe Beraterauslastung sorgen (SAP garantiert den Support der Vorgängersuite Business Suite noch bis 2025). Gegenwärtig investiert All for One Steeb in „Projektbeschleuniger“, um diese Kunden effizient auf SAP S/4HANA bringen zu können und den individuellen Anforderungen der Kunden (mittels einer Geschäftsprozessbibliothek) gerecht zu werden. Die Umstellung ist auch eine Möglichkeit, die Anzahl der Outsourcing-Bestandskunden (aktuell 250) in den Co-Location-Datencentern weiter auszubauen und die Basis wiederkehrender Umsätze zu stärken.

Der Digitalisierungstrend verändert Geschäftsmodelle (mitunter disruptiv) und bringt Unternehmen in eine neue Entscheidungssituation hinsichtlich ihrer IT-Landschaft. Sich bietende Anknüpfungspunkte für All for One Steeb sind hier neben SAP S/4HANA als „**digitalem Kern**“ auch die Fragestellung wie/wo die neue Lösung effizient betrieben werden kann. Gerade der **Mittelstand** scheint uns eine interessante Zielgruppe, denn er dürfte stark auf **Dienstleister (mit Branchenexpertise)** setzen, die ganzheitliche Antworten liefern können. **Outsourcing Services** sind beim Mittelstand aber nicht nur wegen Effizienz und Datensicherheit ein Thema, auch der **Mangel an SAP-/IT-Fachkräften** machen solche Lösungen attraktiv.

In der heutigen IT-Welt treffen viele Fachbereiche (Personalwesen, Vertrieb) mitunter autonome Investitionsentscheidungen. Um die Entscheider der Fachbereiche besser adressieren zu können, folgt All for One Steeb einer Mehrmarkenstrategie: KWP und inside zielen bspw. ausschließlich auf das Personalwesen ab, Grandconsult bietet Management- und Technologieberatungsleistungen. So wird das Profil der Marke All for One Steeb als SAP-Komplettanbieter nicht verwässert, der Kunde kann aber dennoch „alles“ aus einer Hand erhalten.

All for One Steeb weist gegenwärtig ein sehr **attraktives Chance-Risiko-Verhältnis** auf: Der Generationswechsel bei SAP verspricht auf 8-10 Jahre hinaus eine hohe Beraterauslastung, während der stetig wachsende Umsatzanteil von wiederkehrenden „Cloud/Outsourcing Services“ Umsätzen zum Margenausbau und geringerer konjunktureller Abhängigkeit beiträgt. Im laufenden und im kommenden Geschäftsjahr ist die Marge von Investitionen im Zusammenhang mit dem Generationswechsel auf SAP S/4HANA belastet – und dennoch ist All for One Steeb nicht nur nach DCF-Bewertung (Kursziel: € 80,10) sondern auch nach Peer-Bewertung (auf Basis des laufenden Geschäftsjahres; Kursziel: € 71,53) attraktiv bewertet. Insgesamt ergibt sich bei gleicher Gewichtung beider Bewertungsmethoden ein **Kursziel von € 77,38**.

**SAP S/4HANA ist Kern der Digitalisierung...**

**... auch das Managed Services Geschäft profitiert vom Digitalisierungstrend**

**Mehrmarkenstrategie auch als Reaktion auf (zunehmend) dezentrale IT-Einkaufsprozesse bei den Unternehmen**

## Unternehmensprofil

**Vom SAP-Komplettanbieter zum strategischen IT-Partner für den DACH-Mittelstand**

All for One Steeb hat sich vom **SAP-Komplettanbieter** zum **strategischen Partner rund um die Unternehmens-IT** (u.a. „digitale Transformation“) entwickelt. Das Unternehmen weist in der DACH-Region die größte Basis an SAP-Mittelstandskunden auf und ist „**SAP Platinum Partner**“. Operativ ist All for One Steeb auf Kunden aus der DACH-Region ausgerichtet, schwerpunktmäßig aus den Bereichen Maschinen-/Anlagenbau, Automobilzulieferer, Konsumgüterindustrie und Service Provider. Internationalen Vor-Ort-Service wie aus einer Hand kann All for One Steeb seinen Kunden über das **United VARs-Netzwerk** erbringen. Im Geschäftsjahr 2015/16 erzielte All for One Steeb ein EBIT von € 18,8 Mio. bei einem Umsatz von € 266 Mio. Zum Ende des Geschäftsjahres 2015/16 beschäftigte das Unternehmen 1.302 Mitarbeiter.

### Grafik 01: Organigramm der All for One Steeb



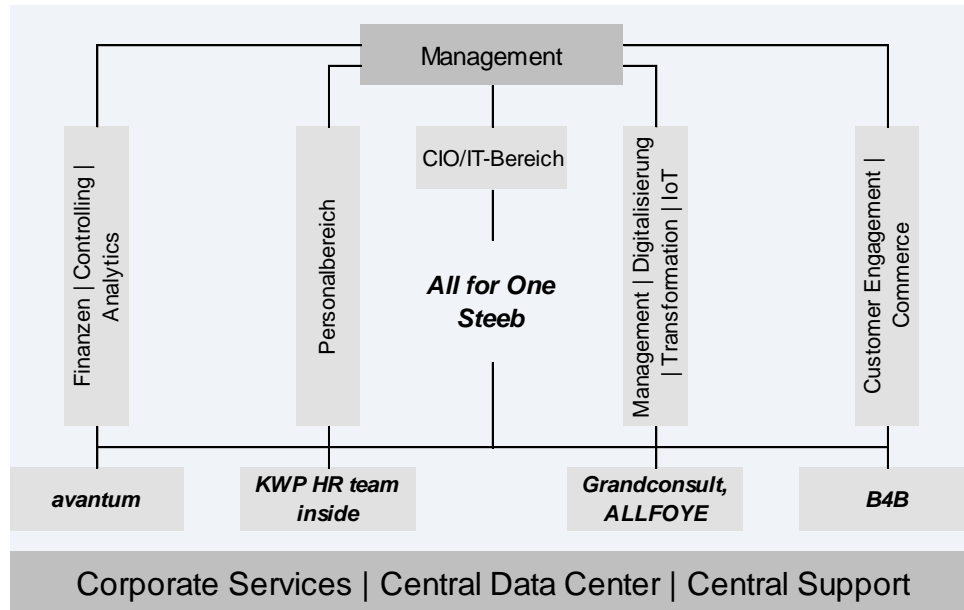
Quelle: All for One Steeb AG, vereinfachte Darstellung

### Geschäftsmodell und Strategie

#### Klarer Zielmarkt

Innerhalb des regionalen **Zielmarktes DACH** adressiert All for One Steeb hauptsächlich den Mittelstand, also **Unternehmen mit Umsätzen zwischen € 50 Mio. und € 3 Mrd. mit 100 bis 10.000 Mitarbeitern** aus den Bereichen Maschinen-/Anlagenbau, Automobilzulieferer, Konsumgüterindustrie und Service Provider. Allein in diese Kategorie fallen **rund 12.000 Unternehmen**. Die Töchter avantum (Finanzen, Controlling, Analytics), KWP/inside (Personalbereich), Grandconsult (Management/Technologieberatung) und Allfoye (Digitalisierung/IoT) adressieren mit ihren Themen auch **Großunternehmen**.

Grafik 02: All for One Steeb – Geschäftsbereiche



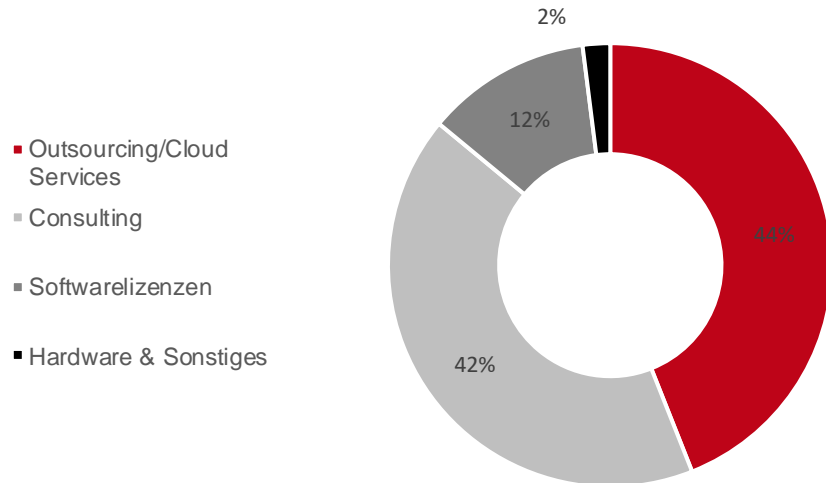
Quelle: All for One Steeb

Bei nahezu allen IT-Projekten bildet die **Beratungsleistung die Projektgrundlage**. Denn die komplexen Lösungen/Produkte lassen sich ohne diese Vorleistung nicht vertreiben. Aus diesem Grund genießen die Partner für die Softwarehersteller (wie SAP) einen hohen Stellenwert. Die Beratungsdienstleistung ist aber auch Grundlage für den Aufbau der strategisch bedeutsamen, wiederkehrenden Erlöse. **Reine IT-Beratung reicht dabei oft nicht**, vielmehr muss eine Brücke zwischen IT und Business (**Branchenexpertise**) geschlagen werden. Auf Grund des Einmalcharakters von Projektberatung und der typischerweise niedrigen Margen in diesem umkämpften Markt zielt All for One Steeb nicht auf eine Maximierung von Beratermanntagen, sondern betrachtet das eigene Consulting vielmehr als eine notwendige **Vorleistung** für den **Verkauf von Softwarelizenzen, Subskriptions-Modellen** und **wiederkehrenden Erlösen aus Managed Services/Wartung**.

Die verschiedenen **Umsatzarten (Consulting, Lizenzverkäufe, Managed Services)** fußen auf dem gleichen thematischen Spektrum: Zusammen mit den **SAP-Lösungen** (SAP Enterprise Applikationen), die weiterhin den Großteil der All for One Steeb Umsätze verantworten, sind bei den Kunden oft **große, heterogene „SAP/Non-SAP“-Landschaften** (bspw. Archiv, Zeiterfassung, Barcode-Scanner etc.) im Einsatz, die von All for One Steeb **in ihrer Gesamtheit betreut** werden. Garantierte Verfügbarkeiten werden dem Kunden im Rahmen von Service Level Agreements (SLA) zugesichert. Gängige Non-SAP-Lösungen aus den Bereichen **Collaboration (Microsoft)** und **Analytics/loT/Künstliche Intelligenz (IBM; Cognos TM1 und zunehmend Watson)** werden durch All for One Steeb daher ebenfalls abgedeckt. Eigenentwickelte Integrationsszenarien binden diese Drittlösungen in die SAP-Landschaft ein. Die Sichtweise „Non-SAP“ als isolierte (Insel-) Themen zu sehen ist in der Praxis falsch, vielmehr will der Kunden mit seiner **SAP-zentrierten Struktur** ganzheitlich betreut werden – dem wird All for One Steeb mit der Strategieerweiterung gerecht.

**Management- und Technologieberatung als Ausgangsbasis**

**Umfangreiches Leistungsportfolio deckt die IT-Bedürfnisse der Unternehmenskunden (nahezu) in Gänze ab**

**Grafik 03: Umsatzartenmix (GJ 2015/16)**

Quelle: Unternehmensangaben

### Passgenauer Vertrieb

All for One Steeb nutzt verschiedene **direkte Vertriebsmaßnahmen** von der telefonischen Vorqualifikation potenzieller Neukunden, über Präsenz bei Messen und Fachbeiträgen, Workshops und Beratungsleistungen (Cross-Selling). Zunehmend spielt auch digitales Marketing, das bei verschiedenen Suchbegriffen aktiv wird, eine immer größere Rolle – für manche niedrigpreisige (Cloud-) Lösungen (wie z.B. auch Business ByDesign) eine sehr effiziente Maßnahme, da ein Vertrieb wie bei großen ERP-Lösungen hier zu teuer wäre und die potenziellen Kunden schwerer zu adressieren sind. Daneben spielt der **indirekte Vertrieb** über die Partner in der DACH-Region eine wichtige Rolle.

### Wiederkehrende Umsätze als strategisches Ziel fest im Blick

Aus strategischer Sicht ist der **Ausbau des Anteils der wiederkehrenden Umsätze** (Managed Services inkl. Wartungsgeschäft) eine **wesentliche Zielgröße**. Die wiederkehrenden Umsätze weisen einerseits eine (konjunkturunabhängige) gute Planbarkeit auf: Die Kunden binden sich auf mehrere Jahre und schließen in der Regel auch Anschlussverträge ab (ein Anbieterwechsel ist bei guter Betreuung selten). Andererseits lassen sich die Managed Services-Umsätze gut **skalieren**: Mit zunehmendem Umsatzvolumen sollten Margenverbesserungen einhergehen. Als absolut richtig hat sich rückblickend auch die Strategie erwiesen, sich in Datacenters (am Internetknoten Frankfurt) einzumieten, anstatt selbst „in Beton“ zu investieren.

### Im M&A-Fokus: Gesunde Zielunternehmen, die „passen“ ....

All for One Steeb folgt einer **Buy&Build-Strategie**, d.h. erworbene Unternehmen werden in den Konzernverbund integriert (wobei Marken, geschäftliche Einheiten erhalten bleiben können), mit dem Ziel, diese dauerhaft zu halten und weiterzuentwickeln. Bei der Auswahl der Targets geht das Unternehmen selektiv vor, es werden bspw. **keine Restrukturierungsfälle** akquiriert. Zudem wird bei der Zielauswahl sehr darauf geachtet, dass die **Unternehmenskulturen passen** und das Target nicht nur Einmalumsätze mitbringt, sondern dauerhafte **Kundenbeziehungen, Mitarbeiter, Know-how** oder ein **Alleinstellungsmerkmal**, das so bisher in der Gruppe noch nicht vorhanden war. Seit 2010/11

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



# All for One Steeb AG

24. Mai 2017

Unternehmensprofil - 7/34 -

hat All for One Steeb basierend auf diesem Muster acht Akquisitionen durchgeführt.

Zumeist dienen Akquisitionen der Zielsetzung, bestimmte Themen-Bereiche schneller zu erschließen. So wurde die **B4B Solutions GmbH-Mehrheitsübernahme** in **11/2016** mit dem Ziel vollzogen, Skalierungsmöglichkeiten und wiederkehrende Umsätze auszubauen, sowie die Nr.1 im SAP (Public) Cloud Geschäft zu werden. Die **4/2017** erfolgte Übernahme der **inside Unternehmensberatung GmbH** zielt u.a. auf den Ausbau des Geschäftes mit den thematisch im HR/HCM-Bereich angesiedelten Cloud-Lösungen (wie SAP SuccessFactors) oder allgemeiner gesprochen auf die Digitalisierung der Personalabteilung ab. Bereits zum Zeitpunkt der Übernahme kamen bei inside rund ein Drittel der Umsätze aus der Cloud.

Das Netzwerk **United VARs** ist ein Zusammenschluss von rund **40 führenden SAP-Partnern**, die **80 Länder** abdecken und u.a. sicherstellen, dass alle Kunden ganzheitlich Vor-Ort betreut werden können. Aus Sicht der All for One Steeb sorgt das nur in geringem Umfang für Zusatzumsätze, denn zusätzliches Geschäft wird nur erzielt, wenn (in diesem Fall) in der DACH-Region ansässige Auslandstöchter anderer United VARs-Kunden Dienstleistungen von All for One Steeb abrufen. Vielmehr erfüllt der Verbund den (notwendigen) Anspruch, dem Kunden überall auf der Welt vor Ort den besten Service **wie aus einer Hand** anbieten zu können – die meisten Mittelstandskunden der All for One Steeb sind mit Niederlassungen/Produktionsstandorten im Ausland vertreten. Positiver Nebeneffekt von United VARs ist zudem, dass der Verbund als vertriebsstärkste Allianz von SAP Partnern weltweit gilt, Mitglieder den **SAP Platinum Reseller-Status** erhalten können (u.a. **direkter Zugang zu SAP**).

Mit insgesamt **21 Niederlassungen im deutschsprachigen Raum** – vor allem in den **industriellen Zentren** – erreicht All for One Steeb eine sehr hohe Abdeckung. Verstärkt wird die Vertriebskraft um ein **Partnernetzwerk, das aus Beratungshäusern besteht**, die entweder **geografische Nischen** (im DACH-Raum) abdecken oder Unternehmen außerhalb der All for One Steeb-Zielbranchen adressieren. Das Partnernetzwerk ist auch eine Möglichkeit, externe Beratungskapazitäten in die eigenen Projekte zu holen (und die eigenen Ressourcen so zu skalieren).

Um der Wachstumsbremse des angespannten Personalmarktes für SAP-Berater entgegenzuwirken, hat All for One Steeb verschiedene Maßnahmen ergriffen. Auf Seiten der **Ausbildung von Fachkräften** kooperiert All for One Steeb mit der **Dualen Hochschule Baden-Württemberg**, betreut Seminar- und Diplomarbeiten, bietet Ausbildungs- und Praktikumsplätze sowie **Trainee-Programme** für Hochschulabsolventen. Daneben hat sich All for One Steeb erfolgreich als **attraktiver Arbeitgeber** positioniert, was durch zahlreiche Preise (u.a. Top Arbeitgeber IT 2017 (Focus), „Great Place to Work“ ITK 2014; Top-Arbeitgeber „Familienfreundlichkeit“ 2016 (kununu, Freundin)) belegt ist. Die „positive“ Seite der allgemeinen Personalknappheit aus SAP-Partner-Sicht ist, dass diese auch die Kunden selbst trifft: Der Mittelstand kann das Problem aber durch Inanspruchnahme von Managed Services/Outsourcing mildern.

**...und den Konzern (thematisch) einen Schritt voranbringen**

**Weltweit präsent durch United VARs...**

**...im deutschsprachigen Raum stark durch eigene Niederlassungen und Partnernetzwerk**

**Zugang zu Fachpersonal – Ausbildung und Positionierung als attraktiver Arbeitgeber**

## Historie

Die Wurzeln der All for One Steeb AG (die seit 2012 unter diesem Namen firmiert) reichen zurück bis in das Jahr **1959** (Gründung der AC-Service). Kern der Geschäftstätigkeit sind seit jeher IT-Dienstleistungen für Unternehmen. **SAP-Lösungen** zählen seit Mitte der **1990er Jahre** (All for One; SAP R2 -> SAP R3 Umstellung) zum Leistungsspektrum, **seit etwa 2006** bilden sie den Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit, die zu dieser Zeit strategisch auf die SAP-Welt ausgerichtet wurde. In den Jahren **ab 2010** hat die Gesellschaft sich durch eine **Buy-and-Build-Strategie** zum SAP-Komplettanbieter und strategischen IT-Partner entwickelt. Auch auf die **Cloud-Strategie der SAP** (Zukäufe von Successfactors, Hybis, Ariba, Fieldglass) hat All for One Steeb mit eigenen Zukäufen reagiert und diese Themen für die eigenen SAP-Mittelstandskunden zugänglich gemacht.

**Tabelle 01: Buy and Build-Historie (seit 2010/11)**

Zeit	Zielunternehmen	Details/Hintergrund	Tätigkeitsschwerpunkt
11/2011	<b>Steeb Anwendungssysteme GmbH</b>	Die Akquisition ermöglichte den Sprung in eine neue Größenklasse, Entstehen der "All for One Steeb AG" (2012)	SAP-Partner mit ähnlicher Aufstellung wie die damalige All for One Midmarket, jedoch ohne Outsourcing
11/2012	<b>OSC Gruppe</b>	Übernahme von zunächst 60%, regionale Expansion (Norddeutschland) als Motiv. (vollständig in Besitz der All for One Steeb AG seit 10/2016)	lokaler SAP-Partner in Norddeutschland, auch stark bei "SAP Business One", Branchen-SWP: Nahrungsmittelindustrie
05/2013	<b>"ORGA"</b>	Übernahme des SAP-Mittelstandsgeschäftes des IT-Dienstleisters Fiducia (Asset Deal)	Managed Services, Outsourcing Services
07/2013	<b>Webmaxx GmbH</b>	Es wurden zunächst 74% übernommen	Spezialisiert auf Microsoft-technologien, Managed Communication/ Collaboration
04/2014	<b>avantum consult AG</b>	Vorstände blieben nach Übernahme an Bord; strat. Ziel einer führenden Stellung im Bereich Business Analytics/Performance Mgmt.	Beratungsspezialist für "Business Analytics" und "Corporate Performance Management"
04/2015	<b>Grandconsult GmbH</b>	Zunächst Mehrheitsübernahme der Grandconsult DEXINA GmbH und Einbringung eigener Aktivitäten	Technologie- und Management-Beratung für int. Konzerne und gehobenen Mittelstand
11/2016	<b>B4B Solutions GmbH</b>	Mehrheitsanteil von 70% übernommen, Geschäftsmodell von Anfang an auf Cloud ausgerichtet	Führender SAP Cloud-Partner
04/2017	<b>inside Unternehmensberatungs GmbH</b>	Durch die Tochter KWP übernommen, beschleunigt das HCM-Cloud-Thema	Anbieter Cloud-basierter HR-Lösungen

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research



## Vorstand und Aufsichtsrat

Vorstandssprecher **Lars Landwehrkamp** (Jahrgang 1959) verantwortet die Bereiche Strategie, Vertrieb, Operations, sowie die Personalentwicklung der All for One Steeb AG. Der konsequente Ausbau zu einem namhaften SAP-Systemhaus erfolgte unter seiner Leitung. **Stefan Land** (Jahrgang 1967) ist seit April 2008 Finanzvorstand der All for One Steeb AG, als solchem unterstehen dem erfahrenen Kapitalmarktexperten die kaufmännische Führung des Konzerns sowie der Bereich Investor Relations. Beide Vorstände sind über direkten Aktienbesitz an der Gesellschaft beteiligt.

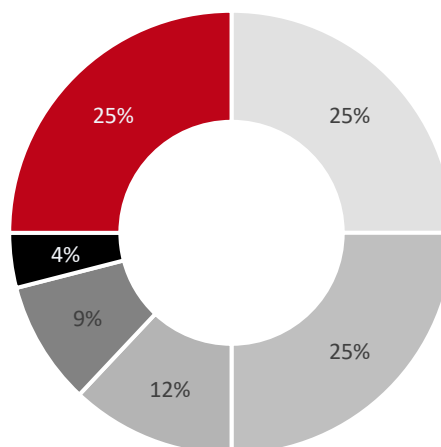
**Erfolgreiches  
Vorstandsduo leitet  
die Unternehmens-  
geschichte seit fast 10  
Jahren**

Der sechsköpfige Aufsichtsrat wird geleitet vom Aufsichtsratsvorsitzenden **Josef Blazicek** (selbständiger Kaufmann). Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender ist **Peter Brogle** (selbständiger Kaufmann). Weitere Mitglieder des Aufsichtsrates sind **Peter Fritsch** (Geschäftsführer der BEKO HOLDING GmbH & Co KG), **Paul Neumann** (Vorstand der Unternehmens Invest AG und Geschäftsführer der UIAG Informatik-Holding GmbH), sowie als Arbeitnehmervertreter **Jörgen Dalhoff** (Organisationsentwicklung) und **Detlef Mehlmann** (Leiter Business Development International). Vier der Aufsichtsräte sind über **direkten Aktienbesitz** an der All for One Steeb beteiligt.

## Aktionärsstruktur

**Grafik 04: Aktionärsstruktur All for One Steeb AG**

- Unternehmens Invest AG
- UIAG Informatik-Holding GmbH
- BEKO HOLDING GmbH & Co KG
- Qino Capital Partners AG
- Mgmt. & Aufsichtsrat
- Streubesitz



Quelle: Unternehmensangaben

## Marktumfeld

### Markttrends/Zukunftsfragen

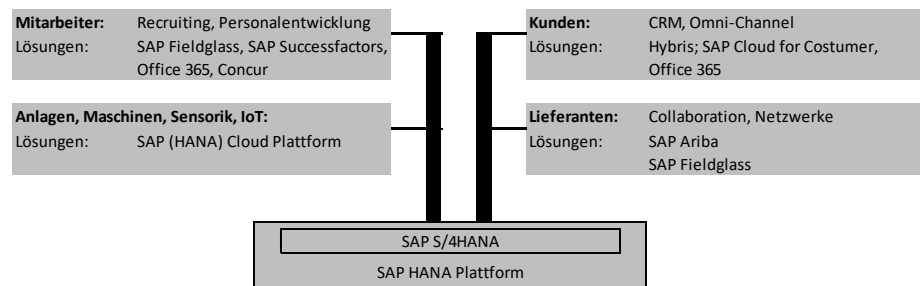
Die **digitale Transformation** bringt zahlreiche Veränderungen für Unternehmen und deren (IT-)Dienstleister. Nachstehend haben wir daher **drei grundsätzliche Fragestellungen** dem Marktteil vorangestellt, um vorab eine bessere Einordnung der Datenbankplattform **SAP HANA**, der ERP-Lösung **SAP S/4HANA** und der Notwendigkeit eines „**digitalen Kerns**“ zu ermöglichen. Auch sind wir der Frage nachgegangen, welche Auswirkungen Cloud-Szenarien auf die Geschäftsmodelle der SAP-Partner (Lizenzverkauf) haben werden.

### Wozu brauchen Unternehmen einen digitalen Kern?

Die Notwendigkeit **eines** Kerns ergibt sich u.a. auch aus betriebswirtschaftlicher Perspektive: Redundante, doppelt vorgehaltene Daten in verschiedenen Systemen und die Gefahr des Entstehens einer „**Schatten**“-IT können – abgesehen davon, dass ein solches Szenario auch für Compliance/Rechtsabteilung und **IT-Security** ein „Alptraum“ wäre – keine Prozesse gewährleisten, wie sie im Digitalen Zeitalter benötigt werden.

Für einen typischen Mittelständler ist es also naheliegend, das ERP-System, das bezüglich seiner (notwendigerweise) hohen Datenqualität auch als „**Single Source of Truth**“ bezeichnet wird, bei der Digitalisierung des Unternehmens ins Zentrum zu stellen und andere Systeme/Lösungen der Fachabteilungen (Personal, Marketing/Vertrieb etc.) um diesen **natürlichen Kern** herum zu gruppieren (verbunden mit entsprechenden Schnittstellen). In Anlehnung an SAP und All for One Steeb ergibt sich das nachfolgende schematische Bild.

### Grafik 05: SAP S/4HANA als Kern der Unternehmens-IT-Landschaft



Quelle: All for One Steeb, BankM Research

### Was ändert sich durch SAP HANA und SAP S/4HANA?

**SAP HANA** ist eine von SAP entwickelte Datenbankplattform, die auf **In-Memory-Technologie** basiert. Diese zeichnet sich dadurch aus, dass die (aktiven) Daten spaltenorientiert im Hauptspeicher (statt in relationalen Datenbanken auf der Festplatte) gehalten werden und so in Echtzeit verarbeitet werden können. **SAP S/4HANA** ist die neue SAP-ERP-Generation, die nur auf SAP HANA lauffähig ist.

**Digitalisierung:  
Warum ein „digitaler Kern“ vorteilhaft ist**

**Das ERP-System ist der naheliegende Kern**

**Exkurs: SAP HANA (Datenbank) und In-Memory-Technologie**

**Tabelle 02: Vorteile SAP HANA/SAP S/4HANA gegenüber dem Status quo**

Die Datenbankplattform SAP HANA ...

- ... ist durch InMemory-Technologie deutlich schneller als herkömmliche Datenbanklösungen
- ... ist datenquellenunabhängig (relationale Datenbanken sind kein Muss)
- ... ermöglicht neue innovative Anwendungen
- ... ist für den operativen Betrieb und gleichzeitig für Planung, Prognose und Analyse von Echtzeitdaten nutzbar

Die neue ERP-Lösung SAP S/4HANA ...

- ... ist ein digitaler Kern für vernetzte Geschäftsprozesse
- ... ermöglicht ausnahmebasiertes Handeln
- ... ermöglicht eine einfachere Systemlandschaft, durch Rückführung bisher ausgelagerter Funktionen
- ... bietet Optionen zur Bereinigung des Systems
- ... hat eine neue Oberfläche (responsive), die auf allen Endgeräten bequem nutzbar ist
- ... kann Planungen/Vorhersagen auf Basis von Echtzeitdaten treffen (voraussagende Systeme)

Quelle: BankM Research, All for One Steeb

Wie bereits angedeutet, ist SAP S/4HANA mehr als nur eine neue ERP-Generation: Mit SAP S/4HANA (auf Basis der Datenbankplattform SAP HANA) hat SAP einen **disruptiven Wechsel** vollzogen und so die Restriktionen herkömmlicher ERP-Anwendungen aus dem Wege geräumt. Obwohl die HANA-Plattform **vereinfacht und beschleunigt wird**, sind hierdurch auch die SAP-Partner gezwungen, in manchen Punkten neu zu denken bzw. die eigenen **Zusatzlösungen zu überarbeiten**. Wir gehen aber nicht davon aus, dass hierdurch die Markteintrittsbarrieren sinken. In vergangenen Projekten akquiriertes **Branchen-Know-how der SAP-Partner** bleibt weiterhin ein **wertvolles Asset**.

In den Übergangsjahren (2015/16 bis 2017/18) muss All for One Steeb ihre sogenannten Projektbeschleuniger – bspw. „vorgefertigte“ Geschäftsprozessbibliotheken, Self Service Kundenportale und Zusatzlösungen, die im Kundenprojekt schneller zu einer individuell auf Branche/Unternehmen zugeschnittenen Lösung führen – neu aufsetzen. Aktuell verfügt All for One Steeb bereits über 120 „**Scope Items**“ (die einzelne Geschäfts-Prozesse abbilden). Der Bau der Projektbeschleuniger **bindet Beraterkapazitäten**, die im operativen Einsatz fehlen und belastet so die operativen Margen – auch bei den anderen SAP-Partnern. Als **größter SAP-Mittelstandspartner** kann All for One Steeb diesen notwendigen Aufwand aber **am besten skalieren**. Die Projektbeschleuniger sind fortfolgend wichtige **Differenzierungsmerkmale**.

**Schneller und einfacher – In-Memory-Technologie macht es möglich**

**Beraterkapazitäten kurzfristig auch durch nicht fakturierbare Projekte gebunden**

## Auf Sicht von 8-10 Jahren hohe Beraterauslastung zu erwarten

Die Umstellung der SAP-Bestandskunden wird das beherrschende Thema für SAP-Partner **in den kommenden 8-10 Jahren** sein. SAP selbst möchte die Umstellung **bis 2025** vollzogen haben, bzw. sagt bis zu diesem Termin den Support der Vorgängerlösung „SAP Business Suite“ zu. Hinzu kommt auch das Neugeschäft, das sich durch die neuen Möglichkeiten (die Eignung von SAP S/4HANA als Kern der Unternehmensdigitalisierung) durchaus beleben dürfte. Auch entstand bei uns der Eindruck, dass SAP S/4HANA eine größere Zielgruppe ins Auge gefasst hat als der Vorgänger (auch wenn es die Lösungen „SAP Business ByDesign“ und „SAP Business One“ - die sich an kleinere Unternehmen richten - nicht ersetzen wird). Gerade weil die Lösung mit dem Thema digitale Transformation deutlich über den bisherigen ERP-Gedanken hinausgeht.

## Wie sieht die typische Unternehmens-IT-Landschaft in 10 Jahren aus? Wird das klassische Lizenzgeschäft von der Cloud verdrängt werden?

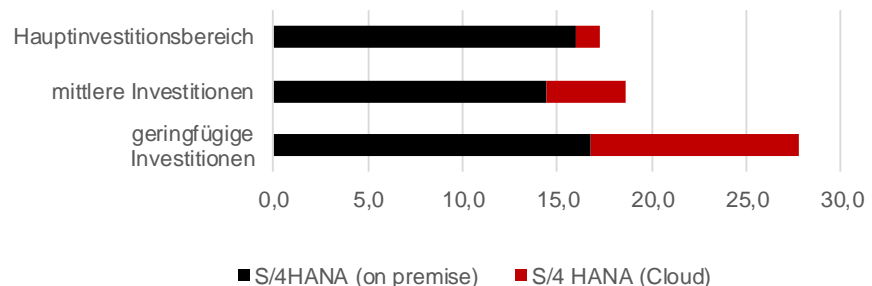
## Cloud vs. Lizenzmodell: Technische und betriebswirtschaftliche Betrachtung

Gegenwärtig gibt es eine **Vielzahl von Geschäftsmodellen** wie Softwarelösungen **technisch** dargestellt, aber auch wie sie **fakturiert** werden – was nicht notwendigerweise immer der gleichen Logik folgt. So wird beispielsweise **SAP S/4HANA** von SAP als **„Cloud“** und als **„On-Premise“-Lösung** vertrieben (was sich aber vor allem auf die Abrechnungsweise bezieht, denn die „On Premise“-Lösung wird technisch nicht selten in einer **privaten Cloud** betrieben). Vor diesem speziellen Hintergrund ist zu verstehen, dass bei einer Umfrage der **DSAG (Deutschsprachige SAP-Anwendergruppe e.V.)** bei den SAP-Bestandskunden das Interesse an einer SAP S/4HANA On Premise-Lösung um ein Vielfaches höher ist, als an der Full-Cloud-Lösung bei der das Hosting durch SAP stattfindet.

## Individualität und Komplexität in Private Cloud bei S/4HANA besser abzubilden

Ein weiteres Praxis-Argument der mittelständisch geprägten All for One Steeb-Kunden **gegen** die Nutzung der „S/4HANA Enterprise (**Public**) Cloud Edition“ - dem echten Subskriptionsmodell - ist die in der **Fertigungsindustrie** vorherrschende **hohe Komplexität**. Diese lässt sich (derzeit) in diesem Modell nicht wirtschaftlich abbilden, da zu fixen Zeitpunkten Updates zentral eingespielt werden müssen (und für alle gleich sind). Das gleiche Problem besteht für **individuelle Besonderheiten** (etwa wenn ein Fertigungsunternehmen auch ein Handelsgeschäft betreibt). In der **privaten Cloud** kann solchen Gegebenheiten besser Rechnung getragen werden. (SAP stellt für beide S/4HANA-Varianten unterschiedliche Releases bereit, die Releasewechsel bei der Enterprise Cloud sind häufiger und zeitlich durch SAP bestimmt/vorgegeben).

## Grafik 06: SAP S/4HANA - On Premise (Private Cloud) vs. Public Cloud, wo sind Investitionen geplant? (Angaben in Prozent)



Quelle: DSAG e.V. (n=269)

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

Im dargestellten Fall der SAP S/4HANA-Lösung halten wir es für **unwahrscheinlich**, dass SAP das Public Cloud Angebot erfolgreich forcieren kann: **1.)** SAP braucht seine Partner um den Mittelstand vertriebllich bearbeiten zu können **2.)** die Wahl der richtigen Lösung erfordert kompetente, individuelle Beratung **3.)** Ein Ausbau des Hostinggeschäftes bei SAP (der die Folge wäre) würde die SAP-Margen verwässern **4.)** gerade Mittelständler würden in der direkten Geschäftsbeziehung mit SAP die Augenhöhe vermissen **5.)** die Public-Cloud-Lösung wird der Komplexität/Individualität der Geschäftsmodelle (derzeit) selten gerecht und **6.)** die Lizenzlösung gibt den SAP-Kunden betriebswirtschaftliche Planungssicherheit, ohne dass auf die Annehmlichkeiten einer (Private) Cloud-Lösung verzichtet werden muss.

Im **Fazit** sehen wir **kaum Motive für SAP** eine Entwicklung hin zur **Public-Cloud ohne** Inklusion der Partner zu forcieren. Nicht unwahrscheinlich ist, dass SAP hierfür **ebenfalls ein Partnermodell** entwickelt und das damit verbundene Hosting zumindest in Teilen auslagert. Dies würde Partnern **wiederkehrende** Hosting/Managed Services-Erlöse beschern und die SAP-Marge (Subscription-Umsätze) auf hohem Niveau halten – anstatt durch Hosting-Umsätze zu verwässern.

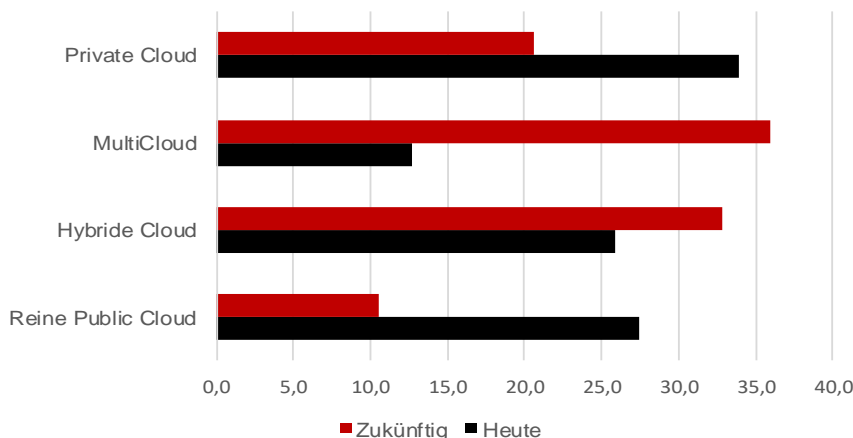
Es gibt nicht das eine Cloud-Modell, im Gegenteil: Neben der **Private Cloud** und der **Public Cloud** existieren die MultiCloud und hybride Cloud-Modelle. Gegenwärtig ist die private Cloud das am Häufigsten genutzte Modell. Deren Nutzer selbst erwarten, dass sich dies künftig in Richtung der Mischmodelle, also **hybrider Cloud Modelle** (Kombination verschiedener Nutzungsmodelle) und **MultiCloud** (mehrere Cloudsysteme) verschieben wird. Hintergrund dürfte das wachsende Angebot attraktiver Cloud-Lösungen sein. Es gibt nicht das optimale Cloud-Modell oder eine ideale Cloud-Struktur: Die Unternehmen sind in ihrer Nutzung opportunistisch. Bei nativen Cloud-Lösungen wie bspw. SAP SuccessFactors ist eine **Public Cloud** vorgegeben, während Unternehmen „ihr“ ERP-System (das einen höheren Grad an Komplexität und Individualität aufweist) auch künftig gerne in **privaten Clouds** betreiben lassen dürften. In Folge dürfte der Anteil von Unternehmen mit Cloud-Mischformen steigen, was aber **keine Bedrohung der Geschäftsmodelle** von **Implementierungspartnern** oder **Anbietern von Managed Services** sein wird.

**Cloud- vs. Lizenzmodell: Der spezifische SAP S/4HANA-Fall**

**Partnermodell für S/4HANA (Cloud)?!**

**Cloud ≠ Cloud; Mischformen werden an Bedeutung gewinnen**

**Grafik 07: Cloud-Modelle - heutige und künftige Präferenzen**



Quelle: Crisp Research AG

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

## Nutzungsabhängige Vergütung oder Fortbestehen der Lizenzmodelle?

Sofern die Anbieter Unternehmen die Wahl lassen, werden nicht nur auf der **technischen Seite** verschiedene Modelle nebeneinander bestehen, sondern auch bei der **Abrechnung**. Neben echten nutzungsabhängigen **Subskriptions-Modellen**, dürften auch **Lizenzmodelle** (mit höherer Upfront-Zahlung und (fixen) jährlichen Wartungszahlungen) fortbestehen. Technische Umsetzung und Abrechnungsform müssen dabei **nicht zwingend identisch** sein. Bei den SAP-Cloud-Lösungen wie SAP Successfactors und SAP Fieldglass, aber auch bei Microsofts Office 365, **partizipieren die Partner** an den Subskriptions-Erlösen.

## Marktstruktur und Wettbewerber

### Software und IT-Service: Digitalisierung sorgt für überdurchschnittliche Wachstumsraten

#### Allgemeine Marktdaten

Die Geschäftsaktivitäten der All for One Steeb sind den **BITKOM**-Oberkategorien IT-Services und Software zuzuordnen, wobei ein klarer SAP-Schwerpunkt besteht. Das **IT-Service-Geschäft in Deutschland** erreichte im vergangenen Jahr ein Marktvolumen von € 38,1 Mrd. (+2,7% ggü. Vorjahr), für 2017 wird ein Zuwachs um 2,3% erwartet. Der **Softwarebereich in Deutschland** (dem auch Cloud-Umsätze zugerechnet werden) zeigte 2016 ein Wachstum von 6,2% auf € 21,6 Mrd. Für 2017 wird ein Zuwachs von 6,3% erwartet. **SAP** selbst zeigte 2016 (global) ein **7%iges Wachstum** im Bereich „**Cloud und Software**“. Während das Geschäft mit „**Softwarelizenzen**“ nur um 1% wuchs, legten die „**Cloudsubskriptionen und Support**“ um 31% zu.

### Strategischer IT-Partner mit klarem SAP-Schwerpunkt

All for One Steeb ist als **strategischer IT-Partner** für Unternehmen positioniert und damit für seine Mittelstandskunden mehr als ein **SAP-Komplett-dienstleister**. Bei Großunternehmen deckt das Unternehmen (über Tochtergesellschaften) ausgewählte Themen ab. Insgesamt steht das klassische **SAP-Kernthema** weiter im Fokus, da es für die Mittelstandskunden das größte IT-Thema ist und i.d.R. den größten Teil des **IT-Budgets** bindet. Die Mittelstandskunden finden im Leistungsportfolio der All for One Steeb längst aber auch andere **gängige Non-SAP-Lösungen/Technologien** (etwa von **Microsoft** (u.a. Office 365) und **IBM** (Cognos TM1, Watson)) und natürlich die **Non-ERP-Themenfelder der SAP**.

In den einzelnen Umsatzarten die bei All for One Steeb im **Kerngeschäft** idealerweise **Hand-in-Hand** gehen (Consulting → Lizenzverkäufe → Managed Services/Betrieb der Lösung) und damit idealerweise in wiederkehrenden Umsätzen münden, sieht sich das Unternehmen mitunter verschiedenen Wettbewerbssituationen ausgesetzt. Wir betrachten nachfolgend Marktsegmente daher separat.

### Consulting ist eine notwendige Voraussetzung – aber kein Selbstzweck

#### IT-Consulting

Der **Verkauf von Unternehmenssoftware** (Lizenzen, Wartung, Application Management) setzt immer auch eine dauerhaft begleitende, **fachliche Beratung** voraus, die die Gegebenheiten und Anforderungen des Kunden berücksichtigt. Ziel der All for One Steeb ist es nicht, isolierte Beratungsprojekte zu verkaufen, vielmehr dient hier die **Beratung als eine** Begleitung des zeitgleichen Verkaufs einer passenden IT-Lösung (inkl. Lizenz) bzw. der **Erschließung wiederkehrender Umsätze** (Managed Services, Wartung) was eine wichtige

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



**Abgrenzung** gegenüber **reinen Consulting-Unternehmen** ist. Denn diese zielen eher auf langlaufende, komplexe Projekte, die zudem große Beraterteams erfordern.

Das eigene **DACH-Partnernetzwerk** besteht aus Beratungshäusern mit Schwerpunkten außerhalb der All for One Steeb Zielbranchen oder in geografischen Nischen. Diese können in der Regel **SAP-Lizenzen** nicht selbst verkaufen, erhöhen aber die vertriebliche Reichweite und werden in Projekte der All for One Steeb einbezogen.

Da **Fachbereiche** (wie z.B. die Personalabteilung) mitunter über eigene IT-Budgets verfügen, adressiert All for One Steeb diese über speziell darauf zugeschnittene Einheiten. Diese **Mehrmarkenstrategie** sorgt dafür, dass die Wahrnehmung der Marke All for One Steeb als SAP-Komplettdienstleister nicht verwässert wird und erschließt Umsatzpotenziale, die über die klassischen Kontakte (CIO) des Unternehmens nicht zu heben wären. Die Marken **agieren genau abgestimmt in spezifischen Zielmärkten und erhöhen zudem die Kundendurchdringung**. Es gibt daher eine wachsende Schnittmenge (die zu Innenumsätzen führt).

## Wettbewerbssituation: IT-Consulting

Im **Lünendonk-Ranking** der IT-Beratungsgesellschaften 2016 in Deutschland (das auf dem erzielten Umsatz basiert) zählt All for One Steeb zu den **Top 20**, vor der Gesellschaft stehen eine Vielzahl von Tochtergesellschaften großer multinationaler Konzerne wie Accenture, IBM, T-Systems, Capgemini und HPE (Hewlett-Packard Enterprise) mit denen All for One Steeb in ihrem **Zielsegment Mittelstand/gehobener Mittelstand** selten im direkten Wettbewerb steht.

Die **direkten Wettbewerber** im Consultingbereich sind nicht die großen Beratungsgesellschaften (wie Accenture, Capemini), sondern in der Regel kleinere Beratungshäuser, die ihre Lösungsportfolios präsentieren. **Bei ERP-Projekten** (Neueinführungen) findet hier **typischerweise** ein **Auswahlprozess** statt, der die Lösung (bspw. SAP, Infor, Microsoft, PSI/penta) einbezieht. Aus Sicht der All for One Steeb besteht die **Herausforderung** also darin, bereits im Vorfeld für SAP-Themen der gesetzte Implementierungspartner zu sein. **Fachpublikationen, Messeauftritte, Workshops und vor allem digitales Marketing** sind neben „klassischem Vertrieb“ die Mittel der Wahl, um sich bei potenziellen Neukunden als Spezialist für eine bestimmte Lösung zu verankern. Hat All for One Steeb bei einem Kunden diese Stellung erreicht, verhindert die **breite Aufstellung** als strategischer IT-Partner das „Einfallen“ von Wettbewerbern in bestehende Kundenbeziehungen über IT-Beratungsleistungen.

Während bei **Großunternehmen** der DACH-Region SAP als ERP-System „gesetzt“ ist und auch im gehoben Mittelstand nur wenige andere Lösungen anzutreffen sind, sieht das Bild im **Mittelstand** anders aus (vgl. Tabelle 03). Hier konkurrieren eine Vielzahl von Unternehmen (wie proAlpha, PSI Penta uvm.) mit **teilweise hochspezialisierten Lösungen** gegeneinander. Marktbeobachter schätzen, dass es hier (von Eigenentwicklungen abgesehen) mehrere hundert – mitunter sehr spezialisierte - Lösungen gibt. Wir könnten uns vorstellen, dass sich im Zuge der **digitalen Transformation** die **Auswahlkriterien** der Kunden modifizieren (Stw. Mobility, Cloud-Modelle) und kleinere ERP-Anbieter diesen (Weiter-) Entwicklungsaufwand nicht leisten können. SAP könnte dadurch mit SAP S/4HANA in diesem Segment Marktanteile hinzugewinnen. (Bereits in den

**Beratungspartner erhöhen Reichweite und bieten flexible Beraterkapazitäten**

**Mehrmarkenstrategie um auch die Fachabteilungen zu erreichen**

**Nicht die ganz großen Beratungshäuser als typische Wettbewerber...**

**...sondern die Partner der SAP-Konkurrenten im Mittelstand**

**ERP-Wettbewerb im Mittelstand**

vergangenen Jahren hat SAP, deren Lösungen im Mittelstand früher als „gut aber zu teuer“ galten, mit neuen Lösungen **Marktanteilsgewinne** in diesem Segment verzeichnen können).

**Tabelle 03: Schematische Darstellung Wettbewerbslandschaft ERP**

Kunde	SAP-Welt	ERP-Markt (Wettbewerb)
ab rd. 500 ERP Arbeitsplätzen	Großkonzerne (SAP Direktbetreuung)	Im deutschsprachigen Raum ist SAP bzw. die SAP Business Suite in dieser Größenklasse "gesetzt", Unternehmen stehen vor allem vor der Frage, ob der "richtige" Zeitpunkt für einen Wechsel auf die neueste Generation SAP S/4HANA schon gekommen ist.
250 bis 500 ERP-Arbeitsplätze	<b>Zielmarkt für All for One Steeb:</b> Unternehmen mit 100 bis 10.000 Mitarbeitern & € 50 Mio. bis € 3 Mrd. Umsatz	SAP verfügt hier über eine starke Marktstellung, aber auch ERP-Lösungen wie von Infor oder Microsoft Dynamics AX werden hier in Betracht gezogen.
50-250 ERP-Arbeitsplätze		Neben den Lösungen die im gehobenen Mittelstand gefunden werden, sind hier auch ERP-Lösungen von bspw. Sage, PS/penta, proAlpha, Comarch etabliert. Eine Vielzahl von ERP-Anbietern sind in diesem Segment vertreten.

Quelle: BankM Research, IT-Matchmaker (SAP-Lösungen 2017)

## Differenzierung innerhalb der SAP-Partnerlandschaft

Da die **SAP-Mittelstandspartner** (wie bspw. die mittlerweile zu NTT Data Deutschland gehörende itelligence) über ein ähnliches Produktportfolio verfügen, müssen sich die Unternehmen bereits im Vorfeld als „Partner für SAP“ beim potenziellen Neukunden ins Spiel bringen, was über verschiedene Wege (Fachmessen, Workshops, digitale Medien etc.) geschehen kann. Eine gewisse Abgrenzung gegenüber anderen SAP-Partnern bietet immer die **Branchenexpertise**. Untermauert ist diese mit entsprechenden Referenzen und Branchenlösungen, die aber im Zuge des SAP-ERP-Generationswechsels neu aufgesetzt werden müssen. Dies bindet bei den SAP-Partnern auf Sicht von 2-3 Jahren Ressourcen, die während dieser Zeit im Tagesgeschäft fehlen. Der Wettbewerb unter den SAP-Beratungshäusern um dauerhafte Kundenbeziehungen mit wiederkehrenden Erlösen ist intensiv und wird in Teilen auch über den Zugang zum Kunden durch Beratungsleistungen wiedergespiegelt. Dies führt zu **branchenweit geringen Margen im reinen SAP-Beratungsgeschäft**.

Die **Abgrenzung** der All for One Steeb gegenüber großen (multinationalen) Wettbewerbern erfolgt über den Fokus auf den Mittelstand, der gerne

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

**Dienstleister auf Augenhöhe** hat. Eine gute Betreuung des Kunden und **eigene Softwarelösungen** (Umsatzanteil <5% der erzielten Lizenzerlöse), die primär das Ziel haben, Projekte zu beschleunigen, bilden eine gewisse Differenzierung gegenüber den Wettbewerbern, die ebenfalls Mittelständler im Blick haben. Die Entwicklungskosten der **eigenentwickelten Projektbeschleuniger** fallen bei All for One Steeb daher im Consultingbereich an und werden nicht aktiviert. Gerade gegenüber kleineren SAP-Systemhäusern kann All for One Steeb durch **das sehr breite Leistungsspektrum** und den **direkten Zugang zu SAP** (höchster Partnerstatus) punkten.

## Cloud und klassisches Lizenzgeschäft

Das klassische SAP-Lizenzgeschäft ist geprägt vom **Generationswechsel auf SAP S/4HANA** (der eine mittelfristige Sonderkonjunktur bedingt), den Möglichkeiten, die die Datenbankplattform SAP HANA bietet und der **wachsenden Bedeutung von Cloud-Lösungen** (inner- und außerhalb der SAP-Welt). So verzeichnete SAP fünf Jahre in Folge im eigenen SAP-Cloud-Bereich Wachstumsraten von (teils deutlich) über 30%. Dies birgt für die SAP-Partner auch Herausforderungen (wie die thematische Abdeckung der neuen SAP-Welt), vor allem aber Chancen zu partizipieren. Die Kunden können ganzheitlicher betreut werden und die **digitale Transformation** des Kunden kann durch die SAP-Partner aktiv mitgestaltet werden.

Bei der (nicht trivialen) Migration der SAP-Bestandskunden auf SAP S/4HANA profitiert All for One Steeb davon, über die **größte Bestandskundenbasis im Mittelstand** (rd. 1.500) zu verfügen. Bei all diesen Kunden wird mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit All for One Steeb die Migration übernehmen. Dies bietet auch die Möglichkeit, notwendige Entwicklungen (wie die erwähnten Projektbeschleuniger), aber auch die Kosten für Zertifizierungen etc. und den Know-how Aufbau besser zu skalieren.

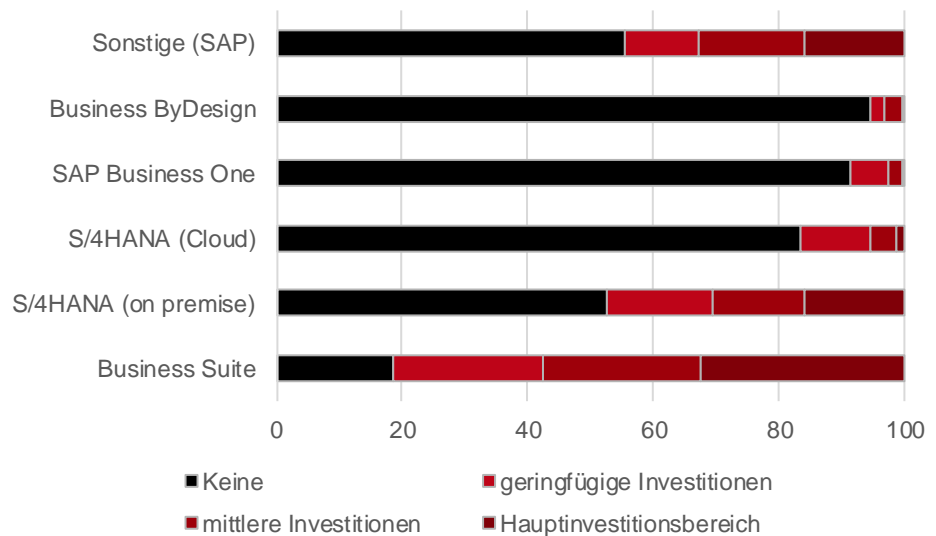
Neben Umstellungen bestehender SAP Kunden locken die Möglichkeiten der neuen SAP-Lösungen auch Neukunden, die eine stimmige Digitalisierungsstrategie für ihr Unternehmen suchen. **SAP ERP-Neukunden** starten daher meist mit SAP S/4HANA, während bei den **SAP-Bestandskunden** noch die Business Suite etwas mehr Aufmerksamkeit auf sich zieht. SAP S/4HANA genießt aber auch hier bereits einen höheren Stellenwert als die Lösungen SAP Business One und SAP Business ByDesign, die sich vor allem an kleinere (oder weniger komplexe) Unternehmen richten. Die nachfolgende Grafik zeigt das Interesse bzw. die geplante Budgetallokation von SAP-Bestandskunden auf die einzelnen (ERP-)Lösungen.

**Sonderfaktoren wirken mittelfristig...**

**...All for One Steeb profitiert in besonderem Maße**

**SAP HANA und SAP S/4HANA beleben auch das Neukundengeschäft**

**Grafik 08: Wo investieren SAP-Kunden (SAP ERP)? (Nennungen in %)**



Quelle: DSAG (Umfrage), BankM Research (Aufbereitung)

## SAP ERP & Cloud: Namhafte Neukunden – Bewegung im Markt

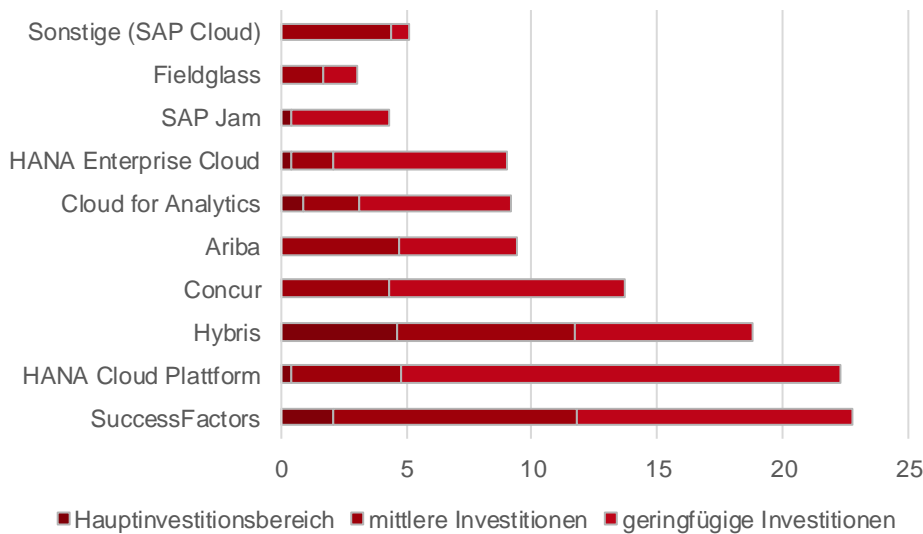
Zu den zahlreichen **SAP ERP & Cloud Kunden**, die All for One Steeb im Geschäftsjahr 2015/16 für Produkteinführungen u.ä. gewinnen konnte, zählen auch sehr bekannte Mittelständler (aus dem **Konsumgüterbereich**). Daneben wurden Projekte bei (nicht minder großen) Unternehmen aus der **Fertigungsindustrie** für Projekte akquiriert. In unseren Augen zeigt dies, dass die digitale Transformation einerseits die Bereitschaft des Mittelstandes erhöht hat, in IT/Digitalisierung zu investieren, viele Mittelständler aber auch offener geworden sind, „Neues“ zu versuchen. All for One Steeb profitiert bei der Akquise der Unternehmen vom Portfolio eines SAP-Komplettdienstleisters und dem umfangreichen Beratungs-Know-how.

## Höchster SAP- Partnerstatus für All for One Steeb

Als Platinum Partner genießt All for One Steeb den höchsten SAP Partner Status und ist zudem Co-Gründer und Mitglied der United VARs Allianz, die weltweit eine von neun SAP Global Platinum Resellern ist. Der Platinum-Status garantiert unter anderem den direkten Zugang zu SAP. Mittelständler suchen zum einen Partner auf Augenhöhe, zum anderen SAP-Partner mit ausgewiesener Mittelstands- und Branchenexpertise. Kein SAP-Partner weist in der DACH-Region eine **größere Mittelstandskundenbasis** auf als All for One Steeb. Die breite Aufstellung (die u.a. auch die SAP-Cloudlösungen abdeckt) ist eine weitere Abgrenzung zu kleineren SAP-Häusern, die das auf Grund ihrer Größe nicht leisten können. Nachfolgend sieht man die Präferenzen der SAP-Bestandskunden bei **den SAP-Cloud-Lösungen** – aus Sicht der All for One Steeb sind hier aktuell besonders die HCM-nahen Lösungen (SAP Successfactors, SAP Fieldglass, Concur) relevant, sowie Lösungen für Kundenbeziehungsmanagement wie SAP Hybris von Bedeutung.

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

**Grafik 09: Wo investieren SAP-Kunden (SAP Cloud)? (Nennungen in %)**



Quelle: DSAG (Umfrage), BankM Research (Aufbereitung)

Während die SAP-Partner im ERP-Geschäft keine **Großkonzerne als Kunden** akquirieren (weil SAP diesen Bereich selbst abdeckt) können, ist dies im SAP-Cloudgeschäft durchaus möglich, etwa wenn es um den Vertrieb von SAP-Cloud-Lösungen für den HCM-Bereich geht. Diese Lösungen sind allerdings zunehmend auch im Mittelstand Thema: Hier werden häufig halbautomatische Lösungen (mit hohem Papier/Excel-Anteil) durch eine digitale Personalakte oder eine Cloud-Lösung (wie SAP Successfactors), die auch digitale Prozesse umsetzt, ersetzt. Spezifische OnPremise-Alt-Lösungen sind in diesem Bereich weniger verbreitet.

Der Erwerb der **inside**, die ein Drittel ihrer Umsätze bereits mit **einer eigenen SAP-basierten Cloud-Lösung** erzielte, soll KWP insgesamt bzw. den HCM-Bereich der All for One Steeb stärker auf Cloud-Angebote ausrichten. Auch die eigenentwickelte **viui** (very intuitive user interface) ist ein entsprechendes Angebot, das Funktionen aus verschiedenen Cloud-Lösungen zu einer auf den Mittelstand zugeschnittenen Lösung verdichtet und mit transparentem Pricing den Anforderungen dieser Zielgruppe gerecht wird. Insgesamt sind klar abgrenzbare Fachbereichslösungen für (Public) Cloud Angebote besser geeignet.

Neben anderen Produkten aus der **IBM- und Microsoft-Welt** gehört auch das weitverbreitete **Office 365** zum Portfolio der All for One Steeb AG. Anders als man zunächst vermuten könnte, ist der Wettbewerb bei Office 365 – unter dem Vorzeichen, dass die Anwendung innerhalb eines SAP-Integrationsszenarios in einer **Privaten Cloud** (und nicht in der Microsoft Public Cloud) laufen soll – begrenzt. Neben All for One Steeb gibt es in der DACH-Region nur etwa eine Handvoll Unternehmen die von Microsoft hierfür **zertifiziert** wurden.

In einigen Jahren dürfte die Vielfalt an genutzten Cloud-Lösungen auf Unternehmensebene **Hybride** oder **MultiCloud-Lösungen** zum Normalfall machen – mit entsprechenden **Chancen**, die sich den Dienstleistern im Managed Services Umfeld bieten.

**Bei SAP-Cloud-Lösungen können auch Großkonzerne durch Partner adressiert werden**

**Fachbereiche wichtig bei Umsetzung der Cloud-Strategie**

**IBM- und Microsoft-Lösungen runden Portfolio ab**

**Wiederkehrende Umsätze bieten mehrjährige Planungssicherheit...**

## Managed Services (Wiederkehrende Erlöse)

**Wiederkehrende Umsätze** sind für viele SAP-Partner von strategischem Interesse, da sie – anders als das auch konjunkturabhängige Lizenzgeschäft – eine gute Planbarkeit der Umsätze ermöglichen. Bei kleineren SAP-Partnern bestehen die wiederkehrenden Umsätze in erster Linie aus **Wartungserlösen**. Um ein **darüberhinausgehendes Managed Services-Geschäft** aufzubauen, ist eine gewisse Größe erforderlich, schon um die **Fixkostenblöcke** (Mitarbeiter, 24/7-Service, Rechnerkapazitäten) skalieren zu können.

**... erfordern die Nutzung von Skaleneffekten ...**

Es ist jedoch nicht Größe allein, die beim Managed Services Modell der All for One Steeb eine Rolle spielt. Aktuell betreut das Unternehmen die gesamte Unternehmenssoftwarelandschaft von **250 SAP-Kunden**. All for One Steeb selbst betreibt kein Geschäft in dem es nur um Verkauf/Vermietung von Speicherplatz und Rechnerkapazität geht und arbeitet hier mit **AWS (amazon web services)** zusammen, die in Frankfurt im gleichen Data Center eingemietet sind. Dies wäre ein Beispiel einer Kombination von Elementen der **Public** und der **Private Cloud**, wobei die sensiblen Daten in der Private Cloud verbleiben.

**... sowie Flexibilität bei eigener Kostenstruktur**

All for One Steeb hat nie auf eigene Rechenzentren (Gebäude) gesetzt - was sich historisch als richtig erwiesen hat – sondern hat frühzeitig eine **Co-Location-Strategie** umgesetzt. So fielen keine hohen Upfront-Investitionen in Facilities an, die Kapital gebunden und letztlich das Wachstum gebremst hätten. Stattdessen ist All for One Steeb bei **führenden Anbietern von Rechenzentrumsinfrastruktur am Internetknotenpunkt Frankfurt** eingemietet (Co-Location Strategie). Damit profitiert All for One Steeb von deren Infrastrukturinvestitionen (Gebäude, Internetleitungen, Gebäudesicherheit, Wachdienst), während selbst nur in **Technologie und Plattformen** investiert werden muss, die die Skalierbarkeit der eigenen Cloud Services erhöhen.

**Tabelle 04: Argumente für die Nutzung von Managed Services**

Managed Services	
Allgemeine Vorteile für Unternehmen	Spezifische Vorteile bei All for One Steeb
Fokus auf Kerntätigkeit	Besondere SAP- und Hosting-Expertise
Geringere Kosten	Führender Anbieter in diesem Bereich
Energieeffizientere Lösung	Co-Location Rechenzentren am Internetknotenpunkt Frankfurt
I.d.R. höhere Datensicherheit	Höhere Datensicherheit auch durch gespiegelte Rechenzentren
Personalknappheit bei (internen) IT-Ressourcen wird umgangen	Unterstützt hybride Cloud-Szenarien (flexible Ressourcen)
Garantierter Service Level	
Skalierungsmöglichkeiten/ Spitzenabdeckung	

Quelle: BankM Research



# All for One Steeb AG

24. Mai 2017

Marktumfeld - 21/34 -

Wie Tabelle 04 zeigt bietet die Nutzung von Managed Services für die Unternehmen **zahlreiche Vorteile**: Neben den **Kostenersparnissen** wird auch die **eigene IT entlastet** – gerade in Zeiten einer **Knappheit bei IT/SAP-Experten** ein zentrales Argument. Der Mittelstand erkennt zunehmend auch, dass die eigenen Daten im (gespiegelten) Rechenzentrum letztlich **sicherer** sind vor Unfällen oder unbefugten Zugriffen. Dennoch bieten der Markt allgemein, aber auch die 1.500 Bestandskunden der All for One Steeb, bei der derzeitigen Nutzung noch viel Potential im Managed Services Bereich.

In der Marktstudie von **Experton** zu „Cloud Vendor Benchmark, Cloud Operations“ wird All for One Steeb neben anderen Anbietern im Leaders Quadranten geführt. Kriterien der Experton sind **Portfolio-Attraktivität** und **Wettbewerbsstärke**. All for One Steeb steht in unseren Augen aber nur mit einem Teil der anderen Leader im direkten Wettbewerb. **HPE, Deutsche Telekom und IBM** zielen mit den eigenen Cloud-Angeboten nicht auf die von All for One Steeb für den **Mittelstand** angebotenen Managed Services. Bei Crisp Research, deren Studie „**Managed Public Cloud Provider**“ Anbieter nach den Kriterien „**Service Value Creation**“ und **Performance** untersucht hat, befindet sich All for One Steeb ebenfalls im führenden Quadranten (hier „Accelerator“ genannt). In der besten Positionierung sind auch hier wieder Unternehmen wie **T-Systems, IBM, Accenture und Capgemini** zu finden, die aber nicht auf den Mittelstand abzielen.

**Trotz wirtschaftlicher Vorteile:  
Marktpenetration noch ausbaubar**

**Marktbeobachter verorten All for One Steeb im Leaders Quadranten**

## Ertrags- und Vermögenslage

### Ausreichend Mittel für Fortführung von Buy-and-Build vorhanden

...

Mit einer **Eigenkapitalquote** von 42% und einem Kassenbestand von € 18,3 Mio. (zum 30.3.17) wäre All for One Steeb in der Lage, auch deutlich größere Übernahmen als zuletzt bei der inside Unternehmensberatung zu tätigen. Die Buy-and-Build-Strategie der All for One ist sehr fokussiert (u.a. Unternehmenskultur muss passen, das Zielunternehmen darf kein Sanierungsfall sein) und da innerhalb der DACH-Region keine größeren „weißen Flecken“ mehr bestehen, dürften vor allem **portfoliogetriebene Übernahmen** (Cloud) im Blickfeld stehen.

### ... inside-Übernahme stärkt den SAP HR-Bereich

Die Übernahme von 100% der Anteile an der **inside Unternehmensberatung GmbH** durch die **KWP team HR** zum 1.4.2017 dient der Stärkung der Positionierung im **SAP HR Markt** und **erhöht den Anteil der cloudbasierten Umsätze** in diesem Bereich. Das Unternehmen, mit dem eine Verschmelzung auf KWP geplant ist, **ergänzt die Aktivitäten der All for One Steeb-Tochter KWP** einerseits sehr gut, verfügt aber andererseits bereits über einen **hohen Anteil an Cloud-Umsätzen**. Der annualisierte Umsatz der inside lag bei rd. € 8 Mio., etwa ein Drittel der Umsätze bei der bisherigen inside sind cloudbasierte, wiederkehrende Umsätze.

### Modellannahmen zur inside-Transaktion

Der Kaufpreis zur Übernahme der inside Unternehmensberatung zum 1.4.2017 wurde noch nicht mitgeteilt. Bekannt ist aber, dass der Kaufpreis aus einer **Einmalzahlung** und einer erfolgsabhängigen Komponente nach einer dreijährigen **Earn-Out-Phase** besteht. Wir sind in unserem Modell davon ausgegangen, dass das EV/Umsatz-Multiple auf Grund des hohen Anteils an cloudbasierten Umsätzen bei ca. 1,25 gelegen haben könnte (was einen Kaufpreis von € 10 Mio. impliziert) € 5,2 Mio. wurden sofort bezahlt.

### Neue Guidance 16/17e: Umsatz € 290-300 Mio.; EBIT € 19-20,5 Mio.

Nach der erfolgten Übernahme der inside, die im zweiten Halbjahr Umsatzbeiträge um rd. 4 Mio. liefern dürfte, hat All for One Steeb die **angestrebte Umsatzbandbreite um € 10 Mio. angehoben**, während die angestrebte EBIT-Bandbreite auf den oberen Bereich der bisherigen Bandbreite eingeeengt wurde. Das Wachstum wird weiter von **Zukunftsinvestitionen** in die Prozessbibliothek und den Aufbau von Cloud Services flankiert, was die **Marge temporär belastet**.

## Gewinn- und Verlustrechnung

### 2016/17e: Umsatzwachstum im zweistelligen %-Bereich und...

Im Geschäftsjahr 2015/16 verbuchte All for One Steeb einen Umsatzzuwachs von 10 %, der überwiegend durch organisches Wachstum zustand kam. Nach den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres liegt das Umsatzwachstum erneut bei 10%. Die drei Umsatzarten „Outsourcing und Cloud Services (inkl. Softwarewartung)“ (+10%), die Lizenzverkäufe (+9%) und Consultingumsätze (+11%) trugen hierzu in etwa gleichem Maße bei. Auf das Geschäftsjahr 2016/17 bezogen rechnen wir mit einem Umsatzwachstum von knapp 11% (inkl. inside), der daraus resultierende Gesamtumsatz von € 295 Mio. liegt im Mittelfeld der neuen Guidance.

Die operative EBIT-Marge, die 2015/16 bei 7,1% (Vj. 8,0%) lag, war in unseren Augen bereits durch Sonderaufwendungen im Zuge der SAP S/4HANA-Einführung (Prozessbibliotheksaufbau) gedrückt. Die durch den Generationswechsel bei SAP bedingte (Neu-)Entwicklung von Prozessbeschleunigern (Branchen- und Zusatzlösungen) hat Beraterkapazitäten gebunden. Die Berater standen in dieser Zeit nicht für das operative Geschäft zur Verfügung. Dies dürfte sich auch im weiteren Verlauf des Jahres **2016/17e** fortsetzen – neben der Prozessbibliothek steht der Aufbau weiterer Cloud Services im Zentrum der Investitionen. Wir gehen davon aus, dass die **EBIT-Marge** hierdurch belastet wird und mit 6,7% knapp unter dem Vorjahreswert (7,1%) liegen wird – und dann in den Folgejahren getrieben vom Outsourcing Services Geschäft sukzessive wieder ansteigen wird. Die Halbjahres-EBIT-Marge 7,2% (H1 15/16: 7,6%) ist vom typischerweise starken Q1 (Kalender-Q4) mit hohen Lizenzumsätzen geprägt und dadurch etwas höher als im Gesamtjahr.

**....Marge noch von Sonderaufwendungen für S/4HANA-Generationswechsel geprägt**

## Bewertung

### DCF-Modell

In unserem DCF-Modell sind wir von einer Zielkapitalstruktur mit einer Eigenkapitalquote von 30% ausgegangen. Die gewichteten Kapitalkosten im Modell belaufen sich auf 5,8% (Beta: 1,5). Die Steuerquote im Modell liegt bei 30%, was in etwa auch den historischen Steuerquoten entspricht.

**Allgemeine Modellparameter**

Getrieben von der digitalen Transformation im Mittelstand sehen wir die Wachstumsraten im laufenden und kommenden Geschäftsjahr knapp im zweistelligen Prozentbereich. Nach dem Geschäftsjahr 2019/20 lassen wir die Wachstumsraten aus Gründen der Vorsicht in den mittleren einstelligen Prozentbereich fallen, obwohl allein die Umstellung auf SAP S/4HANA **noch bis 2025 für hohe Beraterauslastung** sorgen dürfte. Die ewige Wachstumsrate in unserem Modell liegt bei 1%. Die EBIT-Marge zur Berechnung des Terminal Values haben wir auf 7% (was in etwa dem aktuellen Niveau entspricht) absinken lassen. Für die kommenden Jahre haben wir leicht höhere EBIT-Margen erwartet, weil kurzfristige Belastungen (Kosten für die Erstellung der neuen Prozessbeschleuniger) wegfallen und der Anteil der wiederkehrenden Umsätze wachsen dürfte. Zudem greifen Skaleneffekte. Aus Gründen der Vorsicht haben wir die EBIT-Marge dennoch nicht über 8% in den Jahren 20/21 und 21/22 ansteigen lassen.

**Modellannahmen zu Marge und Wachstum**

**Tabelle 05: DCF-Bewertung**

	16/17e	17/18e	18/19e	19/20e	20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	24/25e	25/26e
Umsatz	295,04	324,54	356,99	378,41	401,12	413,15	425,55	438,31	451,46	455,98
EBITDA	29,21	32,13	36,44	40,25	43,71	44,61	43,39	42,08	42,89	41,04
EBITDA-Marge	9,9%	9,9%	10,2%	10,6%	10,9%	10,8%	10,2%	9,6%	9,5%	9,0%
EBIT	19,91	22,07	25,80	28,90	32,08	33,04	31,90	30,68	31,60	31,92
EBIT-Marge	6,8%	6,8%	7,2%	7,6%	8,0%	8,0%	7,5%	7,0%	7,0%	7,0%
Steuern	5,97	6,62	7,74	8,67	9,62	9,91	9,57	9,20	9,48	9,58
+ Abschreibungen	9,29	10,06	10,64	11,35	11,63	11,57	11,49	11,40	11,29	9,12
- Investitionen	11,74	8,42	9,96	10,55	9,19	9,46	9,75	10,04	10,34	9,12
- Veränderung Working Capital	3,59	3,69	4,06	2,68	2,84	1,50	1,55	1,60	1,64	0,56
Free-Cash-Flow	7,90	13,41	14,68	18,35	22,06	23,73	22,53	21,24	21,42	21,77
Diskontierungsfaktor	0,95	0,89	0,84	0,80	0,75	0,71	0,67	0,64	0,60	0,57
Wert Free-Cash-Flow heute	7,46	11,97	12,40	14,64	16,64	16,91	15,17	13,52	12,89	12,38
Kum. Wert der operativen CFs	134,00									
Barwert des Restwertes	257,74									
Unternehmenswert	391,74									
- Nettoverschuldung	-4,28									
- Anteile Dritter	0,23									
Wert des Eigenkapitals	395,79									
<b>Fairer Wert je Aktie in €</b>	<b>79,89</b>									

Quelle: BankMRResearch

## Sensitivitätsanalyse

**Tabelle 06: Sensitivität langfr. Wachstumsrate vs. gewichtete Kapitalkosten**

		langfristige Wachstumsrate				
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
WACC	4,81%	93,24	97,18	101,63	106,71	112,56
	5,31%	83,16	86,16	89,50	93,25	97,50
	5,81%	74,99	77,32	<b>79,89</b>	82,75	85,93
	6,31%	68,22	70,07	72,10	74,32	76,77
	6,81%	62,54	64,03	65,65	67,41	69,34

Quelle: BankM Research

## Peer-Group-Vergleich

Die All for One Steeb-Aktie bietet Investoren die Möglichkeit, am Trend „digitale Transformation“, mit besonderem Fokus auf der SAP-Welt und den Mittelstand der DACH-Region teilhaben. Die größte Basis an SAP-Mittelstandskunden verschafft All for One Steeb eine **einzigartige Ausgangssituation, um** am SAP S/4HANA-Umbruch und der Dynamik bei den SAP-Cloud-Lösungen zu partizipieren.

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

Als **Peer-Unternehmen** haben wir börsennotierte Gesellschaften ausgewählt, die bezogen auf Marktkapitalisierung, Kundenfokus, Leistungsspektrum (SAP-Bezug) und/oder Geschäftsmodell mit der All for One Steeb vergleichbar sind und in der ein oder anderen Weise von der **digitalen Transformation** profitieren.

Bei der **adesso AG** steht – wie bei vielen der Peers - die „digitale Transformation“ klar im Fokus. Wichtig im Geschäftsmodell ist die Entwicklung individueller Softwarelösungen im Rahmen von Projekten. Das Unternehmen hat verschiedene Branchenschwerpunkte und zählt Microsoft und SAP zum eigenen Technologieportfolio. Bei SAP-ERP-Systemen steht insbesondere SAP IS-U im Zentrum, die Branchenlösung für Energieversorger. Über 80% der Konzernumsätze werden im Inland erzielt. Die **DATAGROUP** ist als IT-Dienstleister bei Implementierung und Betrieb von Geschäftsanwendungen und IT-Infrastrukturen aktiv, ein besonderes Gewicht trägt dabei CORBOX, die verschiedene (Fremd-)Softwarelösungen für Mittelständler bündelt. Die Entwicklung von Individualsoftware (auch App-Entwicklung z.B. für Banking) spielt eine große Rolle. SAP-Lösungen gehören ebenfalls zum Leistungsspektrum. Das Unternehmen folgt einer Buy-and-Turnaround-Strategie.

Das TecDax-Unternehmen **Cancom** ist gemessen am Umsatz das größte Peer Unternehmen. Das operative Geschäft unterteilt sich in die Segmente „IT-Solutions“ und „Cloud-Solutions“. Ersteres Segment beinhaltet Handelsgeschäft und steht für einen Großteil der Konzernumsätze. Im Bereich Cloud Solutions (Umsatz 2016: € 156 Mio.) deckt Cancom verschiedenste Themen u.a. Cloud Computing und Hosting, SAP (SAP Gold Partner) und Security ab. Die **PSI AG** hat eine klare Branchenausrichtung (Versorger, Industrie und Infrastrukturbetreiber), die mit eigenen Lösungen bedient werden. Mit der ERP-Lösung PSIpenta ist das Unternehmen auch bei mittelständischen Unternehmen der Fertigungsindustrie anzutreffen. Die Tätigkeit der **CENIT AG** unterteilt sich in die Felder „Product Lifecycle Management“ und „Enterprise Information Management“, wo das Unternehmen Partner großer Softwarehersteller wie Dassault, IBM, aber auch SAP ist. Die Branchenschwerpunkte (u.a. Automobilindustrie) sind industriell geprägt.

Die **KPS AG** versteht sich als führende Managementberatung für das Topmanagement aus den Branchen Handel, Konsumgüterindustrie und Financial Services, wobei nicht nur die Beratung zur strategischen Ausrichtung, sondern auch die operative Umsetzung (Transformation) der Strategie im Zentrum steht. Das Unternehmen ist SAP Gold Partner und SAP Hybris Platinum Partner. Die **SNP AG** hat sich der Transformation von IT-Landschaften verschrieben, wobei ERP-Systeme (insb. SAP) im Fokus stehen. Mit dem SNP Transformation Backbone besitzt die Gesellschaft eine selbstentwickelte Standardsoftware, die Transformationsprojekte (z.B. Carve-Outs, M&A) schneller und kostengünstiger umsetzen kann, als mit herkömmlichen Methoden. Anorganisches Wachstum spielt – wie die beiden jüngsten Übernahmen in 5/2017 zeigen – ebenfalls eine gewisse Rolle. Themen der **SQS Software Quality Systems** sind Qualitätssicherung (von IT-Geschäfts-Prozessen), Managementberatung und Testing (z.B. IT-Sicherheit). Die Beratung im Qualitätsmanagement basiert weltweit auf den gleichen standardisierten Vorlagen/Verfahren. Die Technologieexpertise der SQS umfasst Oracle-, SAP- und Siemens PLM-Themen.

Die nachfolgende Tabelle dient einer schnellen Einordnung und zeigt Margen und (erwartetes) Wachstum der Peers. Um anorganische Effekte zu reduzieren wurden zur Berechnung der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate die Marktschätzungen für die Jahre 2016 bis 2018e herangezogen.

**Tabelle 07: Margen und erwartetes Wachstum (Schnellübersicht)**

Unternehmen	EBITDA-Marge 2017e	EBIT-Marge 2017e	Nettomarge 2017e	CAGR 2016-18e*
adesso	9,2%	7,3%	4,9%	12,7%
Cancom	7,4%	5,6%	3,8%	7,5%
Cenit	9,9%	8,1%	5,7%	11,8%
Datagroup	10,3%	7,1%	4,3%	19,1%
PSI	9,8%	7,4%	5,2%	5,5%
SQS Software Quality Syst.	9,1%	7,5%	4,2%	2,6%
KPS AG	16,3%	15,7%	13,2%	13,3%
SNP AG	9,8%	7,9%	4,9%	21,7%
Mittelwert	10,2%	8,3%	5,8%	11,8%
All for One Steeb AG	9,9%	6,7%	4,5%	10,4%

Quelle: Bloomberg, BankM Research (\* nicht um M&A-Aktivitäten bereinigt)

**Tabelle 08: Peer-Bewertung**

Unternehmen	Mkap in € Mio.	KGV 2017	EV/Umsatz 2017	EV/EBITDA 2017	EV/EBIT 2017
adesso	335,6	22,9	1,2	13,2	16,7
Cancom	828,1	19,6	0,7	10,1	13,4
Cenit	180,4	22,4	1,0	10,5	12,8
Datagroup	310,5	32,3	1,6	15,5	22,4
PSI	215,0	22,2	0,9	9,4	12,4
SQS Software Quality Syst.	162,1	11,6	0,5	6,0	7,3
KPS AG	618,2	28,2	3,7	22,5	23,2
SNP AG	214,0	43,3	2,0	20,2	25,4
Mittelwert	386,0	25,3	1,5	13,4	16,7
<b>All for One Steeb AG</b>	<b>318,8</b>	<b>24,0</b>	<b>1,0</b>	<b>9,8</b>	<b>14,3</b>
Abschlag/Aufschlag		-5%	-34%	-27%	-14%
Impliziter fairer Wert		67,59	86,38	78,75	66,71
					<b>74,86</b>

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Die **Peer-Bewertung** auf Basis des aktuellen Geschäftsjahres 2017 (abweichend 2016/17 bei KPS, All for One Steeb und Datagroup) ergibt einen **fairen Wert pro Aktie von € 74,86**.

## Bewertungsfazit

Unser Kursziel für die All for One Steeb-Aktie, zu jeweils gleichen Teilen auf DCF-Bewertung und Peer-Gruppen-Analyse basierend, beläuft sich auf € 77,38. Unsere Anlageempfehlung lautet „Kaufen“.



## SWOT-Analyse

### Stärken

- Profiteur des Digitalisierungstrends
- All for One Steeb profitiert als größter SAP-Mittelstandspartner von Skaleneffekten
- Der Umstieg auf SAP S/4HANA ist für viele SAP-Kunden mittel- bis langfristig alternativlos
- Ganzheitliches Lösungsportfolio für die Unternehmen der Zielbranchen, das auch gängige Non-SAP-Produkte erfasst
- All for One Steeb spielt eine aktive Rolle bei der Konsolidierung und hat als größter SAP-Mittelstandspartner einen guten Dealflow
- Auszeichnungen als Top-Arbeitgeber dürften All for One Steeb einen besseren Zugang zu SAP-Spezialisten geben

### Schwächen

- Es gibt einen Mangel an SAP-Beratern im Markt
- Mit dem Generationswechsel müssen die etablierten Branchenlösungen der All for One Steeb neu aufgesetzt werden, was derzeit Kosten verursacht und Berater bindet (aber die Branchen-Know how-Hürde sinkt für Wettbewerber hierdurch nicht)
- Wettbewerbsintensiver Endmarkt, viele SAP-Partner und IT-Dienstleister sind mit dem Thema digitale Transformation im Markt aktiv. Nur wenige können dabei aber „alles“ aus einer Hand bieten

### Chancen

- SAP S/4HANA Einführungen sorgen auf Sicht der kommenden 8-10 Jahre für hohe Beraterauslastung.
- All for One Steeb wird zum One-Stop-Shop in Sachen Digitalisierung des Mittelstandes.
- Konsolidierungswelle unter SAP-Partnern läuft weiter, das gewachsene SAP-Portfolio für kleinere & mittelgroße Partner inhaltlich kaum noch abdeckbar
- Nachfolgethematiken bieten M&A-Chancen auch bei hochspezialisierten SAP-Beratern
- SAP S/4HANA ist in der DACH-Region als digitaler Kern „gesetzt“, andere Dienste gruppieren sich um diesen Kern (SAP-Partner werden zum zentralen Ansprechpartner für Digitalisierung)

### Risiken

- Abhängigkeit von SAP, die aber durch Wechselseitigkeit (United VAR mit größtem Lizenzvolumen aller SAP-Partner) abgeschwächt wird (große SAP-Nähe)
- Der Mangel an SAP-Spezialisten könnte eine Gefahr für das organische Wachstum werden
- Obwohl All for One Steeb einen guten track-record aufweist und M&A-Targets eingehend prüft, besteht latent immer die Gefahr einer gescheiterten Übernahme
- Cloud-induzierte Substitution des klassischen SAP-Lizenzgeschäftes in größerem Umfang? (Aus heutiger Sicht unwahrscheinlich)

## Glossar (ausgewählte) SAP-Lösungen

**SAP Business ByDesign** = ERP-Cloud-Lösung die sich an kleinere Unternehmen und Tochtergesellschaften großer Unternehmen richtet. Ende 2016 betrieben 99% der SAP-Business ByDesign Kunden die Lösung auf der Plattform SAP HANA

**SAP BusinessObjects** (Cloud/Analytics) = Lösung(en) mit Analyse und Planungsfunktionen (für verschiedene Bereiche)

**SAP Business One** = Integrierte ERP-Anwendung die in der Kunden-IT oder in gehosteter (Private) Cloud betrieben werden kann. Kann auf Basis von SAP HANA eingesetzt werden und adressiert kleine Unternehmen.

**SAP Business Suite** = ERP-Lösung für Mittelstand und Großunternehmen die durch SAP S/4HANA ersetzt wird. Support der Lösung seitens SAP wird es noch bis 2025 geben.

**SAP Fieldglass** = Lösungskategorie, die Unternehmen ein komplettes Personalmanagement (externe und festangestellte Mitarbeiter) ermöglicht

**SAP Fiori** = Benutzeroberfläche, die (dank eines Responsive Designs) auf allen Endgeräten genutzt werden kann.

**SAP HANA** = Auf In-Memory-Technologie basierende und von SAP entwickelte Datenbankplattform

**SAP Hybris** = Einheitliche Markenbezeichnung für alle eCommerce-Lösungen und Kundenbeziehungsmanagement-Lösungen der SAP und der 8/2013 übernommenen hybris.

**SAP S/4HANA** = Neuste ERP-Generation, die nur auf SAP HANA lauffähig ist und darüber hinaus ein zentrales Kernelement in der digitalen Transformation

**SAP SuccessFactors** = Nach Übernahme der SuccessFactors 8/2013 entstanden, beinhaltet alle Cloud-Lösungen für das Personalmanagement

## Fachbegriffsglossar

**BI/PA** = Business Intelligence/Predictive Analytics, Auswertung und Analyse großer Datenmengen

**DSAG** = Deutschsprachige SAP-Anwendergruppe e.V.

**EDI** = Electronic Data Interchange, Elektronischer Datenaustausch

**ERP** = Enterprise Resource Planning. Anwendung die geschäftskritische, durchgängige Prozesse in Finanzwesen, Vertrieb, Beschaffung, Personalwirtschaft und anderen zentralen Unternehmensbereichen unterstützt.

**HCM** = Human Capital Management

**IaaS** = Infrastructure-as-a-Service, Anwender verwalten nicht die Cloud-Infrastruktur, können aber (neben den Anwendungen) auch Kontrolle über Netzwerkkomponenten (z.B. Host-Firewalls) haben

**In-Memory-Technologie** = Ermöglicht deutliche Beschleunigung bei der Datenverarbeitung u.a. durch Datenhaltung im Hauptspeicher.

**IoT** = Internet of Things/Internet der Dinge beschreibt die Verbindung von physischen Objekten mit dem Internet

**KMU** = Kleine und mittlere Unternehmen; Mittelstand

**PaaS** = Platform-as-a-Service, Anwender verwalten nicht die Cloud-Infrastruktur haben aber die Kontrolle über genutzte Anwendungen

**SaaS** = Software-as-a-Service. Softwareanwendungen werden über sichere Internetverbindung und Webbrowser bereitgestellt. Für den Zugriff fällt eine Subskriptionsgebühr an

**SLA** = Service Level Agreement, Vereinbarung zu Abgrenzung einer Dienstleistung und deren Qualität (z.B. Verfügbarkeitszusagen)

## Tabellenanhang

Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Umsatz</b>	<b>241,592</b>	<b>266,278</b>	<b>295,036</b>	<b>324,540</b>	<b>356,994</b>
Veränderung 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	2,868	2,674	2,963	3,259	3,585
Gesamtleistung	244,460	268,952	297,999	327,799	360,579
Herstellungskosten	-85,019	-96,505	-103,669	-112,920	-120,090
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>159,441</b>	<b>172,447</b>	<b>194,330</b>	<b>214,879</b>	<b>240,488</b>
Personalaufwand	-99,532	-109,968	-124,719	-138,385	-155,328
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-32,391	-35,076	-40,403	-44,364	-48,722
<b>EBITDA</b>	<b>27,518</b>	<b>27,403</b>	<b>29,209</b>	<b>32,129</b>	<b>36,438</b>
Abschreibungen	-8,262	-8,555	-9,294	-10,060	-10,638
<b>EBIT</b>	<b>19,256</b>	<b>18,848</b>	<b>19,915</b>	<b>22,069</b>	<b>25,800</b>
Finanzergebnis	-3,136	-1,417	-0,761	-0,745	-0,707
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	16,120	17,431	19,154	21,324	25,093
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-4,660	-5,140	-5,746	-6,397	-7,527
Anteile Fremder	-0,024	-0,040	-0,110	-0,110	-0,110
<b>Nettoergebnis</b>	<b>11,436</b>	<b>12,251</b>	<b>13,298</b>	<b>14,817</b>	<b>17,456</b>
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	11,436	12,251	13,298	14,817	17,456
Gewichtete Anzahl Aktien	4,982	4,982	4,982	4,982	4,982
<b>EPS</b>	<b>2,30</b>	<b>2,46</b>	<b>2,67</b>	<b>2,97</b>	<b>3,50</b>
<b>EPS bereinigt</b>	<b>2,30</b>	<b>2,46</b>	<b>2,67</b>	<b>2,97</b>	<b>3,50</b>
<b>DPS</b>	<b>0,80</b>	<b>1,10</b>	<b>1,14</b>	<b>1,15</b>	<b>1,38</b>

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
Mittelfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	21,027	16,900	19,853	19,680	22,107
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-6,796	-2,864	-11,741	-8,416	-9,957
Mittelfluss aus Finanzierungstätigkeit	-6,776	-22,651	-15,080	-18,285	-7,005
Veränderung der Zahlungsmittel	7,667	-8,611	-6,969	-7,020	5,145
Flüssige Mittel am Ende der Periode	41,041	35,646	28,677	21,657	26,802

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

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

# All for One Steeb AG

24. Mai 2017

Tabellenanhang - 31/34 -

Bilanzen (in Mio. €)	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>83,641</b>	<b>75,747</b>	<b>83,194</b>	<b>81,550</b>	<b>80,868</b>
Immaterielle Vermögensgegenstände	65,684	61,116	67,122	64,992	63,176
Sachanlagen	9,876	9,347	10,788	11,274	12,408
Finanzanlagen	8,081	5,284	5,284	5,284	5,284
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>78,532</b>	<b>73,432</b>	<b>73,234</b>	<b>70,990</b>	<b>81,740</b>
Vorräte	1,229	0,694	0,782	0,897	1,035
Forderungen aus LuL	36,262	37,092	43,775	48,436	53,902
Sonstige Forderungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kasse und Wertpapiere	41,041	35,646	28,677	21,657	26,802
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>5,804</b>	<b>6,610</b>	<b>6,610</b>	<b>6,610</b>	<b>6,610</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>167,977</b>	<b>155,789</b>	<b>163,039</b>	<b>159,149</b>	<b>169,218</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>53,805</b>	<b>60,392</b>	<b>68,320</b>	<b>77,562</b>	<b>89,423</b>
Rücklagen	53,716	60,277	68,095	77,227	88,978
Anteile Dritter	0,089	0,115	0,225	0,335	0,445
<b>Rückstellungen</b>	<b>4,859</b>	<b>5,583</b>	<b>10,793</b>	<b>9,512</b>	<b>8,243</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>53,776</b>	<b>35,983</b>	<b>33,095</b>	<b>26,154</b>	<b>26,255</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	37,528	22,424	19,824	11,224	9,924
Verbindlichkeiten aus LuL	10,948	12,318	11,873	13,326	14,480
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,300	1,241	1,398	1,604	1,851
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>55,537</b>	<b>53,831</b>	<b>50,831</b>	<b>45,921</b>	<b>45,298</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>167,977</b>	<b>155,789</b>	<b>163,039</b>	<b>159,149</b>	<b>169,218</b>

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

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

Kennzahlen	2014/15	2015/16	2016/17e	2017/18e	2018/19e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,83	1,11	0,97	0,88	0,80
EV/EBITDA	7,32	10,77	9,76	8,87	7,82
EV/EBIT	10,46	15,65	14,32	12,92	11,05
P/E berichtet	17,64	24,81	23,98	21,52	18,27
P/E bereinigt	17,64	24,81	23,98	21,52	18,27
PCPS	8,87	11,37	13,98	12,70	11,26
Preis/Buchwert	3,76	5,04	4,68	4,13	3,58
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>					
Bruttomarge	66,0%	64,8%	65,9%	66,2%	67,4%
EBITDA-Marge	11,4%	10,3%	9,9%	9,9%	10,2%
EBIT-Marge	8,0%	7,1%	6,7%	6,8%	7,2%
Vorsteuermarge	6,7%	6,5%	6,5%	6,6%	7,0%
Nettomarge	4,7%	4,6%	4,5%	4,6%	4,9%
ROE	22,8%	21,5%	20,8%	20,5%	21,0%
ROCE	18,9%	17,6%	18,7%	18,9%	20,8%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	234,6	210,9	220,5	229,7	240,0
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,1	9,7	9,9	10,5	11,7
Anzahl Mitarbeiter	1030	1263	1338	1413	1488
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	32,0%	38,8%	41,9%	48,7%	52,8%
Gearing	212,2%	158,0%	138,6%	105,2%	89,2%
Dividendenrendite (Stammaktien)	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	2,2%
<b>Cash-Flow Kennzahlen</b>					
Cash Earnings pro Aktie	4,56	5,36	4,58	5,04	5,69
Operativer Cash Flow pro Aktie	4,22	3,39	3,98	3,95	4,44
Free-Cash-Flow pro Aktie	3,42	4,60	2,22	3,35	3,69
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	3,4%	3,2%	2,1%	2,1%	2,1%
Capex/Umsatz	2,4%	1,4%	4,0%	2,6%	2,8%
Working Capital/Umsatz	8,8%	9,1%	9,2%	9,6%	10,1%
Steuerquote	29%	29%	30%	30%	30%

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

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 (biw AG), Frankfurt.**

**Verfasser der vorliegenden Kurzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst**

Die biw 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 All for One Steeb AG

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

Analysten	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann	09.06.2016	Halten	€ 62,00
Daniel Großjohann	17.08.2016	Kaufen	€ 65,00
Daniel Großjohann	02.12.2016	Kaufen	€ 65,50
Daniel Großjohann	23.01.2017	Kaufen	€ 68,00
Daniel Großjohann	23.02.2017	Halten	€ 69,00

#### 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 gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltlichen Änderungen.

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

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (BankM) 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.

**HALTEN:** 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:

**24.05.2017**

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

**Schlusskurse vom 23.05.2017**

#### 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 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.

#### III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der biw AG, 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,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate 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 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 hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG und BankM mit 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 AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

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

## C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM 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 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 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 ein Angebot oder noch 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 vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM 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 verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. 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 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.**

© 2017 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Rofeder-Ring 7, 60327 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.

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