

All for One Midmarket AG

28. September 2010



Basisstudie

Analysten:

Daniel Großjohann, Michael Vara
+49 69 71 91 838-42, +49 69 71 91 838-41
daniel.grossjohann@bankm.de, michael.vara@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

(Aufnahme der Coverage)

Fairer Wert

€ 9,75

(n.a.)

Outsourcing Services rechtfertigen Neubewertung

Mit der strategischen Weichenstellung für Outsourcing-Dienstleistungen hat der SAP-Komplettanbieter All for One Midmarket AG ein zusätzliches ertrags- und wachstumsstarkes Feld besetzt. Outsourcing-Services reduzieren die Abhängigkeit vom volatilen Lizenz- und Consultinggeschäft und gehen mit mittelfristig steigenden Margen einher. Dementsprechend haben wir für die Zeit nach 2011/12 mit einer EBIT-Marge von über 5% kalkuliert (2009: 1,5%). Eine wieder anspringende Konjunktur in den wichtigsten Endkundenbereichen (Fertigungsindustrie, Automobilzulieferer und Projektdienstleister) sorgt für ein positives Umfeld. Zwar hat sich der Kurs seit Anfang 2009 bereits deutlich erholt, dennoch ist die Aktie sowohl fundamental, als auch im Vergleich zu börsennotierten Wettbewerbern mit einem 2009/10er EV/Umsatz von 0,24 weiterhin günstig.

- Mit den stark wachsenden Outsourcing Services hat sich All for One zusätzlich in einem Geschäftsfeld positioniert, das mittelfristig seine volle Margenstärke entfalten wird. Das Outsourcing-Geschäft bietet zudem mehr Kontinuität als das Consultinggeschäft. Der Kunde ist in der Regel mehrere Jahre gebunden und die operative Marge steigt kontinuierlich über die Vertragslaufzeit, da die zu vergütenden Datenmengen unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung anwachsen, während die erforderlichen Hardwarelösungen günstiger werden.
- Auf Grund der klaren Fokussierung auf wenige Kernbranchen blieb das Beratungsgeschäft auch in den Krisenjahren profitabel. Der Umsatzanteil des Beratungsgeschäfts wird mit dem Wachstum der Outsourcing Services abnehmen.
- In den für All for One relevanten Branchen Maschinen- und Anlagenbau, Automotive und Projektdienstleister zeigt sich eine starke konjunkturelle Erholung. Dies hat zu einer deutlichen Belebung bei Neuaufträgen und Kundenanfragen geführt.
- SAP hat jüngst den offiziellen Startschuss für Business ByDesign, eine „On-Demand“-Lösung für kleinere und mittelgroße Unternehmen, gegeben. Das Produkt ist im Vergleich zu den anderen SAP-Lösungen deutlich günstiger, dafür aber hochstandardisiert. Das Produkt eröffnet All for One ein neues Marktsegment unterhalb des bisher adressierten Mittelstands.

Ergebniskennzahlen (*=Rumpfgeschäftsjahr)

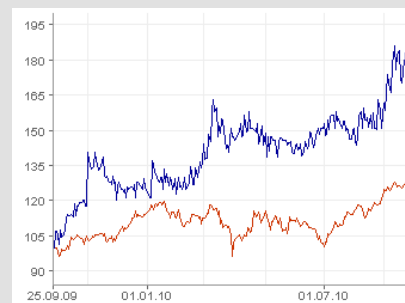
Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT-Marge	Netto-Marge
2008	72,4	2,0	-0,9	-0,6	1,4	0,28	0,00	n.m.	2,0%
2009*	54,7	3,5	0,8	1,0	3,3	0,63	0,00	1,5%	6,0%
2010e	78,0	5,7	2,4	2,8	2,0	0,41	0,00	3,1%	2,6%
2011e	82,1	6,9	3,4	3,9	2,8	0,57	0,00	4,2%	3,4%
2012e	87,0	8,3	4,6	5,2	3,5	0,72	0,00	5,3%	4,0%

Quelle: BankM-Research

Branche	IT-Dienstleistungen
WKN	511000
ISIN	DE0005110001
Bloomberg/Reuters	AVC GY/AVCG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	30.09.
Finanzbericht GJ 2009/10	15.12.
Marktsegment	Geregelter Markt
Transparenzlevel	Prime Standard

Finanzkennzahlen	09/10e	10/11e	11/12e
EV/Umsatz	0,24	0,23	0,21
EV/EBITDA	3,28	2,72	2,26
EV/EBIT	7,72	5,47	4,05
P/E bereinigt	12,09	8,74	6,94
Preis/Buchwert	0,75	0,69	0,63
Preis/FCF	10,73	7,97	6,42
ROE	6,4%	8,2%	9,4%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

Anzahl Aktien (Mio. Stück)	4,86		
Marktkap. / EV (Mio. €)	24,3	18,67	
Free float	21%		
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	12.532		
12 Monate hoch/tief (XETRA-Schluss)	€ 5,45/€ 2,67		
Kurs 21.09.2010 (XETRA-Schluss)	5,00		
Performance	1M	6M	12M
absolut	17,4%	26,9%	98%
relativ	7,7%	5,5%	50%
Vergleichsindex	DAXsubsector IT-Dienstleistungen		



All for One Midmarket AG (blau/dunkel) im Vergleich mit Dax Subsector IT-Services (Perf., rot/hell)
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.

Inhalt

INVESTMENT CASE	3
UNTERNEHMENSPROFIL	4
Vorstand und Aufsichtsrat der All for One Midmarket AG	7
Aktionärsstruktur	8
Geschäftsmodell	9
Strategie	10
Marktumfeld	13
Ausblick der All for One Midmarket AG	21
Finanzen	22
BEWERTUNG	23
DCF-Modell	24
Peer-Group-Vergleich	25
Bewertungsfazit	25
SWOT-ANALYSE	26
TABELLENANHANG	27
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	30

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

Investment Case

Das Outsourcing Services Geschäft (einschließlich Softwarewartungsverträge) ist in den letzten Jahren zweistellig gewachsen. Outsourcingverträge, die in der Regel für mehrere Jahre abgeschlossen werden, entfalten erst während der Laufzeit ihr volles Margenniveau. Ist der Vertrag zu Beginn noch knapp kalkuliert, trägt das stetig wachsende Datenvolumen zu steigenden Beiträgen des Kunden bei. Kosten für Hardware, verbrauchte Energie und Serverstandmieten, die All for One zu tragen hat, fallen dagegen tendenziell. Die Zunahme des Datenaufkommens ist konjunkturunabhängig und der Druck, IT-Systeme und Anwendungen auszulagern, nimmt mit zunehmender Komplexität zu. Dem Mittelstand bietet IT-Outsourcing die Möglichkeit, die Kapitalbindung zu reduzieren, die Liquidität zu schonen und sich stärker auf die eigenen Kernkompetenzen auszurichten.

Der Großteil der erforderlichen Investitionen, um das Outsourcinggeschäft skaliert zu betreiben, wurde in 2008 bereits getätigt. Daher rückt nun der weitere Ausbau des Outsourcing-Vertriebs in den Fokus. Hierfür hat das Unternehmen den Vertrieb bereits weiter verstärkt. Neben der Preiskomponente fragt der Kunde bei Outsourcing Dienstleistungen oft zusätzlich nach einer Kombination aus SAP- und Branchenexpertise. Mit zunehmender Anzahl von Kunden profitiert das Unternehmen von steigender Effizienz (Skaleneffekte) der Leistungserbringung. Auf Grund der hohen Kundenbindung ist das Outsourcing Geschäft als stabil einzustufen.

Aus den Pressemitteilungen der All for One in den letzten Monaten wird klar erkennbar, dass das Neugeschäft im bisherigen Jahresverlauf deutlich angezogen hat. Der Investitionsstau bei vielen Mittelständlern scheint sich zu lösen. Projekte, die seit längerem auf der Agenda standen, werden nun umgesetzt. Gerade die Kernbranchen der All for One (Maschinen- und Anlagenbau, Automobilzulieferer und Projektdienstleister) zeigen gegenwärtig mit die stärkste wirtschaftliche Erholung. Dies und die gute Entwicklung bei den Managed Services hat zu der jüngsten Anhebung der EBIT-Ziele für 2009/10 und 2010/11 geführt.

SAP hat mit Business ByDesign ein Produkt entwickelt, das insbesondere ein Kundensegment adressiert, welches unterhalb der klassischen SAP-Mittelstandskundschaft angesiedelt ist. Ideal ist die On-Demand-Lösung für Unternehmen, die die Anfangsinvestitionen eines herkömmlichen SAP-Systems scheuen, aber dennoch eine skalierbare Lösung aus dem Rechenzentrum wünschen. Ausgewählten Business ByDesign Partnern wie All for One eröffnet sich hieraus ein neuer Kundenkreis. Ob dieser sich mittelfristig profitabel adressieren lässt, hängt entscheidend davon ab, ob es SAP gelingt, den neuen Bereich gemeinsam mit Partnern zu einem Massengeschäft weiterzuentwickeln. Auf mittlere Sicht ist der Umsatzbeitrag aus Business ByDesign zwar noch gering, langfristig könnten On-Demand-Lösungen jedoch eine bedeutende Erweiterung des gesamten Softwaremarktes bewirken.

Eine Betrachtung der fundamentalen Kennzahlen zeigt, dass All for One günstiger bewertet ist, als die meisten Wettbewerber. Legt man die Bewertungsniveaus der Peer-Unternehmen zu Grunde, dann besteht ein Kurspotenzial von etwa 48% (fairer Wert Peer € 7,40). Das FCF-Modell sieht den fairen Wert pro Aktie mit € 12,07 ebenfalls deutlich über dem aktuellen Kursniveau. Der mit dem wachsenden Outsourcing-Geschäft verbundene Margenanstieg wird vom Markt noch nicht eingepreist. In unseren Augen rechtfertigt der sich über die Zeit stetig verbessernde Leistungsmix mit steigenden operativen Margen eine Neubewertung von All for One.

Marge im wachstumsstarken Outsourcing Geschäft wird weiter steigen

Rechenzentrums-Investitionen größtenteils bereits getätigt, Vertrieb rückt in den Fokus

Kernbranchen von All for One mit kräftiger Erholung – Neugeschäft zieht an

On-Demand-Lösung als Zukunftsmodell für den SAP-Markt?!

Peer- und FCF-Analyse implizieren deutliches Kurspotenzial

Unternehmensprofil

IT-Dienstleister mit Fokus auf den Mittelstand

Die All for One Midmarket AG mit Hauptsitz in Fliederstadt-Bernhausen (bei Stuttgart) gehört zu den führenden SAP-Beratungshäusern in Deutschland. Diese stellen den wichtigsten Vertriebsarm der SAP im Mittelstand dar. Die Marktanteile in diesem reifen Endmarkt sind vergleichsweise stabil. Aufgestellt als branchenfokussierter SAP-Komplettanbieter bietet All for One seinen über 1.000 Bestandskunden das Leistungsspektrum eines One-Stop-Shops. Die angebotenen Leistungen begleiten den kompletten Lebenszyklus des SAP-Enterprise Resource Planning (ERP)-Systems, angefangen bei der Beratung, über die Implementierung, den Support und den Betrieb der Lösung. ERP-nahe Themen wie Business Intelligence oder Dokumentenmanagement werden dabei ebenfalls abgedeckt. Hardwareverkäufe spielen dagegen so gut wie keine Rolle.

Gute Abdeckung der DACH-Region, weltweites Partnernetzwerk

Die eigenen Standorte sind schwerpunktmäßig in der DACH-Region angesiedelt. Standorte des Unternehmens und seiner Tochtergesellschaften befinden sich schwerpunktmäßig in Dortmund, Frankfurt, Hamburg, Heilbronn, Memmingen, Wien, Brüssel, Luxemburg und St. Gallen. Über das Partnernetzwerk United VARs (19 Partner, rund 3.500 SAP-Berater, US-\$ 1,5 Mrd. Jahresumsatz) kann das Unternehmen weltweit Dienste für den Kunden erbringen. Nach neun Monaten im Geschäftsjahr 2009/10 liegt der von All for One erwirtschaftete Umsatz bei € 59,7 Mio. (+6%), das EBITDA bei 4,3 Mio. (+145%). Der starke EBITDA-Anstieg ist auf den Wegfall umbaubedingter Einmalkosten sowie das stark angezogene Geschäft mit Outsourcing Services und dem Verkauf von SAP-Lizenzen zurückzuführen. Zum 30.06.2010 beschäftigte All for One 428 Mitarbeiter.

Tabelle 01: Historie der All for One Midmarket AG

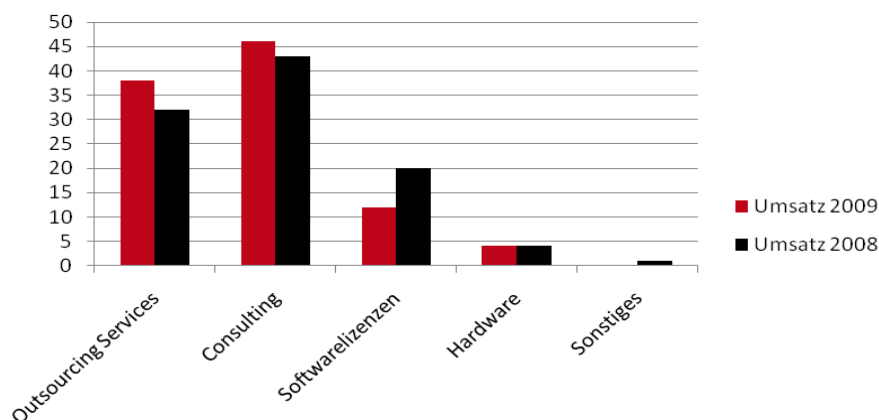
Jahr	Ereignis
1959	Ursprung der AC Gruppe ist die Ausgliederung der IT-Aktivitäten des AMAG Konzerns (dem größten Autoimporteur der Schweiz)
1975	AC-Service ist Anbieter von Standardsoftware für den Technischen Großhandel und die Industrie und größter VAR von HP in der DACH-Region
1995	Auf fortwährende Aktionärswechsel erfolgt mit Unterstützung von Private Equity Investoren (3i, Alpha und Apax) ein Management Buyout
1998	IPO der AC-Service am Neuen Markt
2006	Neuausrichtung zum SAP-Komplettanbieter; Übernahme der "All for One Systemhaus GmbH Midmarket Solutions"
2008	Umfirmierung der AC-Service zur All for One Midmarket AG; Verkauf der Tochter ACCURAT; hohe Investitionen in neue Rechenzentren
2009	Verkauf der Tochter AC-Service (Schweiz) AG; Geschäftsjahresumstellung; Erwerb einer 60%igen Mehrheit an der team HR Organisationsberatung Personalwirtschaft GmbH (über die Tochter KWP-Gruppe)

Quelle: All for One Midmarket AG

Die Kunden des SAP-Dienstleisters All for One Midmarket AG sind vorwiegend im Maschinen- und Anlagenbau, in der Automobilzulieferindustrie, sowie unter den Projektdienstleistern zu finden. Diese Branchen gelten als zyklisch. Der Ansatz der All for One, mit einem starken und sehr fokussierten Vertrieb, branchenspezifischen Zusatzlösungen und Festpreisprojekten Auslastung und Tagessätze der (etwa konstant gehaltenen) SAP-Berater über den Zyklus zu sichern, verschafft dem Geschäft Stabilität und hat sich zuletzt ausgezahlt. Das wettbewerbsintensive Consultinggeschäft geht zwar mit eher geringen Margen einher, ist aber ein wichtiges Leistungselement des Komplettanbieters. Die Verbesserung der Geschäftsprozesse sorgt für einen hohen Kundennutzen und erleichtert den Kundenzugang für das Outsourcing Services Geschäft, das wiederkehrende Umsätze garantiert. Das Margenniveau ist hier höher, ebenso wie das Wachstumspotenzial.

Auslastung der Berater über den Zyklus möglich...

Grafik 01: Umsatz der All for One nach Erlösarten (in %)



Quelle: All for One Midmarket AG

..wachsender Outsourcing-Anteil verleiht dem Geschäftsmodell Stabilität

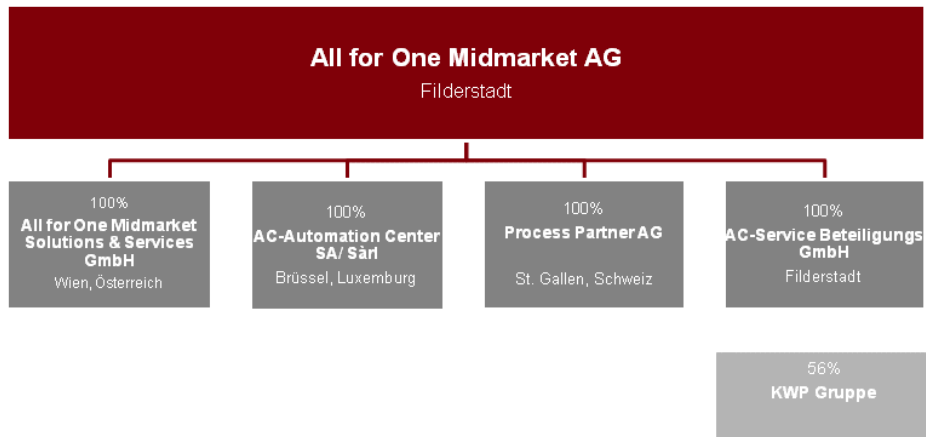
All for One hat in 2006 mit der Neuausrichtung zum SAP Komplettanbieter das Outsourcing-Geschäft deutlich gestärkt. Der Anteil der Outsourcing-Erlöse stieg nach den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2009/10 auf 39%, im vergleichbaren Vorjahreszeitraum hatte der Anteil bei 35% gelegen. Hierdurch reduziert sich die Abhängigkeit vom zyklischen Lizenz- und Consultinggeschäft. Auch das Margenniveau wird durch das stabile und gut kalkulierbare Outsourcing-Modell verbessert. Nach dem Consulting (Umsatzanteil) 42% ist das Outsourcing damit bereits zum zweitgrößten Geschäftsfeld aufgestiegen.

Klare Unternehmensstruktur

All for One weist eine klare Konzernstruktur auf. Im Geschäftsjahr 2009 entfielen knapp 70% der Umsätze direkt auf die AG. Das Auslandsgeschäft ist in drei 100%ige Auslandstochtergesellschaften organisiert, die im Rumpfbjahr 2009 zusammen einen Umsatzanteil von etwa 16% ausmachten. Über die 100%ige Tochter AC Service Beteiligungs GmbH (Filderstadt) hält die Gesellschaft zudem eine 56%ige Mehrheit an der auf das Thema HR Solutions (SAP Human Capital Management) fokussierten KWP-Gruppe. 44% der KWP-Anteile liegen bei den Geschäftsführern. Der Umsatzanteil der KWP-Gruppe am Gesamtkonzernumsatz belief sich 2009 auf rund 16%.

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

Grafik 02: Organigramm der All for One Midmarket AG



Quelle: All for One Midmarket AG

Vorstand und Aufsichtsrat der All for One Midmarket AG

Lars Landwehrkamp (Jahrgang 1959) ist Vorstandssprecher der All for One Midmarket AG und in diesem Amt verantwortlich für die strategische und operative Führung. Der konsequente Ausbau zu einem namhaften SAP-Systemhaus erfolgte unter seiner Leitung. In einer vorangegangenen beruflichen Station war Landwehrkamp Senior Manager bei einer großen Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsgesellschaft. Stefan Land (Jahrgang 1967) ist seit April 2008 Finanzvorstand der All for One Midmarket AG. Nach verschiedenen Funktionen im In- und Ausland war Land zuletzt Finanzvorstand der börsennotierten Pulsion Medical Systems AG (Medizintechnik). Beide All for One Vorstände Lars Landwehrkamp (0,93%) und Stefan Land (0,61%) halten Aktien am Unternehmen.

Peter Brogle (selbständiger Unternehmer) führt den Vorsitz des dreiköpfigen All for One-Aufsichtsrates. Peter Fritsch (BEKO-Vorstand) ist stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender der All for One. Josef Blazicek (QINO-Gruppe) gehört dem Gremium als einfaches Mitglied an. Alle drei Aufsichtsräte sind über privaten Aktienbesitz an All for One beteiligt.

**BEKO ist
Mehrheitsaktionär mit
rd. 66%, Streubesitz
bei knapp über 20%**

Aktionärsstruktur

Mehrheitsaktionär von All for One Midmarket ist mit einem Anteil von ca. 66% die BEKO HOLDING AG. All for One selbst verfügt über 10% eigene Anteile, die im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen erworben wurden. Insgesamt kommen Vorstände und Aufsichtsräte auf einen Anteil von 3%. Der Streubesitz beläuft sich somit auf knapp über 20%.

Tabelle 02: Aktionärstruktur der All for One Midmarket AG

Aktionär	Anteil in %
Beko Holding AG	66,0%
Eigene Anteile	10,0%
Vorstände und Aufsichtsräte	3,0%
Streubesitz	21,0%
Summe	100,0%

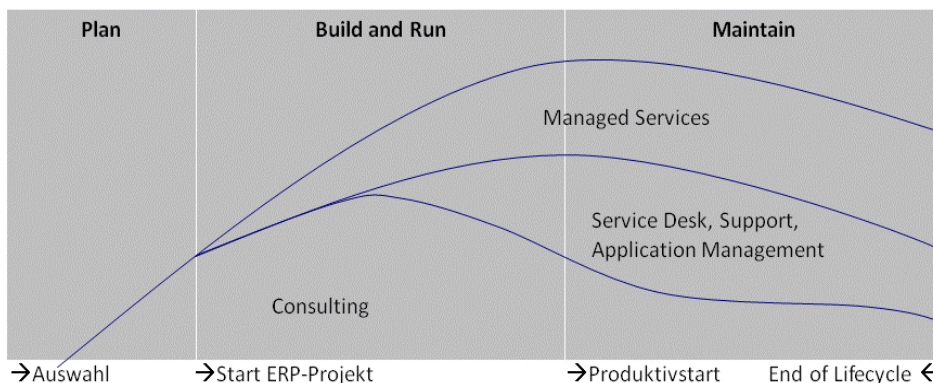
Quelle: All for One Midmarket AG

Geschäftsmodell

All for One ist am Markt als SAP-Komplettanbieter für Mittelstandskunden positioniert. Die SAP-ERP-Lösung kann über alle Phasen des Lebenszyklus (typischerweise 15 bis 20 Jahre, oft auch länger), wie die Planungsphase, die Implementierung und Inbetriebnahme sowie den Betrieb und die Instandhaltung durch All for One betreut werden. Ein hoher Anteil dieser Dienstleistungen ist mit wiederkehrenden Umsätzen verbunden. Das Leistungsportfolio von All for One beinhaltet, wie die nachstehende Grafik verdeutlicht, neben Consulting verschiedene Outsourcing-Dienstleistungen, unter anderem Service Desk, Managed Services und Application Management. Mit Managed Services sind die Verantwortung und die Bereitstellung technischer IT-Dienstleistungen gemeint, zum Beispiel der Betrieb von Office-Anwendungen oder Fernunterstützung (Remote Support). Application Management hingegen umfasst Betreuung und Überwachung von Anwendungen. Die Outsourcing Services können als alleinistehender Service oder in Form eines kompletten Outsourcings genutzt werden. Die von All for One betreuten Systeme und Applikationen sind unternehmenskritisch. Sie erfordern eine hohe Verfügbarkeit und viel (branchenspezifisches) Know-How. Desweiteren sind ERP-nahe Themen, wie Business Intelligence-Lösungen und Content Management (SAP Records Management), ebenfalls durch die All for One besetzt.

One-Stop-Shop für SAP-Mittelstandskunden, hoher Anteil wiederkehrender Umsätze..

Grafik 03: Schematische Darstellung des Geschäftsmodells



Quelle: All for One, BankM Research

Jedes Neukundengeschäft beim Lizenzverkauf erhöht die Basis wiederkehrender Umsätze. Mit Vertragsabschluss werden in der Regel Softwarewartung, oft auch Outsourcingdienste wie Bereitstellung und Betrieb der Systeme aus dem Rechenzentrum mit verkauft. All for One will das Outsourcing Geschäft weiter ausbauen und den Vertrieb wiederkehrender Outsourcing-Dienstleistungen weiter stärken. Hiermit bedient das Unternehmen den Bedarf der Kunden, sich stärker auf eigene Kernkompetenzen zu fokussieren und IT-Kosten zu flexibilisieren.

... soll weiter ausgebaut werden.

Mit dem SAP-Goldpartnerstatus besitzt All for One den höchsten erreichbaren SAP-Partnerstatus. Dies sichert dem Unternehmen einen besseren Zugang zu SAP und günstigere Konditionen, allerdings verfügen auch viele Wettbewerber über diesen Status.

Höchster SAP-Partnerstatus sichert gute Konditionen

Branchenschwerpunkte sorgen für Alleinstellung

Das Verständnis der branchenspezifischen Prozesse ist für die Integration der SAP-Lösung von zentraler Bedeutung. All for One hat sich daher auf wenige Kernbranchen fokussiert, auf den Maschinen- und Anlagenbau, die Automobilzulieferindustrie und auf Projektdienstleister. Für diese Branchen wurden standardisierte, vordefinierte SAP-Lösungen entwickelt, die relevante Prozesse bereits beinhalten. So ist eine schnelle und tiefe Integration des ERP-Systems möglich. Die Branchenfokussierung bildet eine wichtige Markteintrittsbarriere, da entsprechendes Wissen nur durch Projekterfahrung oder die Abwerbung von Mitarbeitern akquiriert werden kann. Auch für das Outsourcing Geschäft spielt die Branchenkenntnis eine wichtige Rolle, da hierdurch eine entscheidende Differenzierung erreicht werden kann.

Regional aufgestellt mit weltweitem Netzwerk

In der DACH Region ist All for One als führendes SAP-Haus selbst präsent. Zur professionellen weltweiten Abdeckung wurde 2006 zusammen mit einem Spanischen SAP-Partner das Partnernetzwerk United VARs gegründet. Über dieses Partnernetzwerk kann den Kunden vom Consulting bis zum Betrieb der SAP-Lösung das gesamte Leistungsspektrum aus einer Hand geboten werden, wenn der Kunde global mit eigenen Standorten vertreten ist.

HR Solutions – Zugang zu Services für SAP-Großkunden

In dem Bereich HR Solutions ist All for One über die Tochter KWP aktiv. Über diesen Bereich hat All for One bei den Themen eRecruiting, Performancemanagement, Personalcontrolling, elektronische Personalakte und eHR Portalanwendung auch Zugang zu SAP-Großkunden. Das HR Solutions Geschäft ist eher horizontal und weniger branchenspezifisch ausgerichtet. In begrenztem Maße gibt es gemeinsame Projekte beider Geschäftsbereiche, sowie Cross Selling Potenziale.

Auslastungs-optimierung über Festpreisprojekte

Strategie

All for One tritt dem Kunden gegenüber als SAP-Komplettanbieter auf. Das Beratungsgeschäft bildet dabei eine stabile Umsatzbasis. Anstatt Schaffung von zusätzlichen Beratungskapazitäten, die vor allem punktuell ausgebaut werden, steht vielmehr die hohe Beraterauslastung über den Zyklus im Vordergrund. Die Beratungsleistungen werden zunehmend im Rahmen von Festpreisprojekten zur Einführung einer Gesamtlösung verkauft. Dieser ganzheitliche Ansatz verschafft beiden Seiten Planungssicherheit und rückt nicht den Stundensatz in den Fokus. Beratungsdienstleistungen werden über den gesamten Lebenszyklus der Lösung erbracht, etwa bei der Beratung zu Releasewechseln oder Sonderthemen wie der Einführung einer Business Intelligence-Lösung. Die wiederkehrenden IT-Outsourcing-Dienstleistungen der All for One stehen überwiegend in klarem SAP-Bezug. Die seit 2006 verstärkter vermarkteten Komplettleistungen, SAP Lösung und SAP Betrieb, sind klar abgrenzbar zu etwa den allgemeinen und marginenschwächeren Hostingangeboten anderer Anbieter, die oft auf rein technische Ebenen beschränkt sind und kein tiefes Verständnis der betreuten Applikationen voraussetzen.

Alleinstellung über eigene, vordefinierte Branchenlösungen

Die Komplexität der SAP-Lösungen und die hohen Anforderungen an das Branchen-Know-how haben zu einer Spezialisierung der SAP-Berater geführt. All for One hat hier standardisierte SAP Business All in One Branchenlösungen entwickelt. Sie sind ausgerichtet auf die Schlüsselbranchen der Deutschen Volkswirtschaft, auf den Maschinen- und Anlagenbau, die Automobilzulieferindustrie und auf Projektdienstleister. Die Branchenlösungen bilden in erster Linie branchentypische Prozesse ab. Einführungsprojekte können dementsprechend effizienter, d.h. schneller und zu geringeren Kosten,

durchgeführt werden. All for One geht daher zunehmend dazu über, Projekte in Form von Gesamtlösungen als Festpreisprojekte zu realisieren, und nicht über Beraterstundensätze in die Projektausschreibungsphase zu verkaufen. Neben den drei Branchenlösungen All for Machine, All for Automotive und All for Service, existieren vier weitere Branchenlösungen für spezielle Subbranchen der Automobilzulieferindustrie.

Das SAP-Beratungsgeschäft ist ein zentraler Baustein im Geschäftsmodell der All for One und ist eng mit dem Neulizenzgeschäft verbunden (Gesamtlösungsgeschäft), welches die Grundlage für wiederkehrende Wartungserlöse, aber auch für den Abschluss von Outsourcingverträgen im engeren Sinne liefert. Beides verschafft All for One eine stabile Einnahmehbasis. Wartungsverträge werden in der Regel mit unbegrenzter Laufzeit, Outsourcingverträge zumeist über mehrere Jahre abgeschlossen, eine Vertragsverlängerung ist die Regel. Nicht nur für die Kunden bietet die Leistungserbringung aus einer Hand Vorteile, auch der All for One ist es durch den ganzheitlichen Ansatz möglich, Synergien zu erzielen.

Das wachsende Outsourcing-Geschäft beinhaltet auch den Betrieb virtualisierter Serverlandschaften, die u.a. eine deutliche Reduktion des Energieverbrauchs erlauben. Der Anreiz für den Kunden, IT-Systeme auszulagern, liegt bei garantierten Verfügbarkeiten und Sicherheitsstandards, reduzierten IT-Kosten, einer niedrigeren Kapitalbindung, und die Möglichkeit sich auf eigene Kernkompetenzen zu fokussieren. Die durch All for One von zwei führenden Dienstleistern gemieteten, gespiegelten Rechenzentrumskapazitäten in Frankfurt, dem bedeutendsten Netzwerkknotenpunkt Europas, genügen den höchsten Ansprüchen. Die Dienstleister stellen die Gebäudeinfrastruktur inklusive Strom und Kühlungstechnik zur Verfügung, All for One organisiert die gesamte IT samt Betrieb von Anwendungen und Systemen. Die breite, mittelständisch geprägte Bestandskundenbasis, wachsender Kostendruck und eine generell gestiegene Akzeptanz von ausgelagertem IT Betrieb im Mittelstand, erleichtern den Vertrieb der Outsourcing Services. All for One wird zudem den Outsourcing-Vertrieb weiter stärken und ausbauen. Die angemieteten Rechenzentrumskapazitäten lassen sich flexibel aufstocken. Die Kostenfunktion dieses Geschäftsmodells enthält zwar sprungfixe Elemente, glättet sich jedoch mit zunehmender Größe.

Partnerstrategie

Neben einer starken Direktvertriebsorganisation in D A CH hat All for One „United VARs“, ein weltweites Netzwerk von gegenwärtig 19 SAP-Dienstleistern, aufgebaut. Als Vorbild dient das Modell von Luftfahrtgesellschaften („Star Alliance“). Der Verbund „United VARs“ verfügt über rund 3.500 Berater und 200 SAP-Vertriebsleute, der Jahresumsatz des Verbundes dürfte bei rund US-\$ 1,5 Mrd. liegen. Strategisches Ziel dieses Netzes ist es, dem Kunden weltweit den gewohnten Service (über die Partnerunternehmen vor Ort) zu bieten. Jeder Partner selbst ist dabei auf wenige Länder fokussiert. Der Kunde, der oft in mehreren Ländern weltweit vertreten ist, erhält so überall Vor-Ort-Betreuung. United VARs ist zwar kein bedeutender Vertriebsweg, aber ein zentrales Vertriebsargument, denn eine globale Abdeckung ist für ein Unternehmen mit rund 500 Mitarbeitern alleine kaum wirtschaftlich zu erbringen. Neben All for One weisen auch die übrigen Mitglieder des weltweiten Netzwerkes „United VARs“ meist den höchsten SAP-Partner-Status auf.

**Beratungsgeschäft
fördert Outsourcing
und Software-
wartungsgeschäfte**

**Outsourcing auch im
Mittelstand ein
zentrales Thema –
Integrierter Ansatz
verspricht wachsende
Margen**

**Weltweites
Servicenetz für die
Kunden durch „United
VARs“**

All for One Midmarket AG

- 12/32 - Unternehmensprofil

28. September 2010

Eigenes Partnerprogramm stärkt direkten Vertriebskanal

Unabhängig von dem weltweit aufgestellten Partnernetz „United VARs“ hat All for One auch für die D A CH Märkte zusätzlich zum Direktvertrieb ein eigenes Partnernetzwerk „All for One Business Partner“ aufgebaut. Neben Vertriebspartnern (20) und Beratungspartnern (16) befinden sich darunter auch Hosting Partner zum Vertrieb der Outsourcing Dienstleistungen. Die Bandbreite an Partnern ermöglicht den Ausbau des Kundenzugangs auch in speziellen Nischen, d.h., in entlegenen Regionen oder mit speziellen Leistungsangeboten.

Akquisitionsstrategie

Das Management hat die Fokussierung der All for One Midmarket AG abgeschlossen. Über das organische Wachstum hinaus, möchte das Unternehmen zukünftig zusätzlich auch über gezielte Akquisitionen wachsen.

Verkauf der AC-Service Schweiz als sinnvolle Portfoliobereinigung

Der 2009 erfolgte Verkauf des 95%igen Anteils an der AC-Service Schweiz (Umsatz in 2008: € 13 Mio.) ist als Portfoliobereinigung zu werten und diente der Konzentration auf das Kerngeschäft. Es bestand ein Klumpenrisiko durch einen Großkunden. Synergien mit dieser Tochter, die überwiegend Hosting und Outsourcingdienste für den Public und den Health Care Sector außerhalb des SAP Marktes erbrachte, waren nicht möglich. Der Verkauf der AC-Service Schweiz erbrachte einen Sondergewinn aus der Entkonsolidierung von € 2,2 Mio. Zusätzlich ist ein Earn-Out vereinbart worden, der 2010 oder 2011 fällig werden kann.

Übernahme der HR team durch Tochter KWP

Mitte 2009 erfolgte die Übernahme von 60% an der team HR Organisationsberatung Personalwirtschaft GmbH durch die All for One Tochter KWP. Für die Gesellschaft team HR, die im Jahr 2009 elf Mitarbeiter beschäftigte und bei zweistelligen EBIT-Margen ein Umsatzniveau von € 2,4 Mio. erreicht haben dürfte, wurde ein fixer Betrag von € 0,5 Mio. entrichtet. Die Höhe weiterer variabler Kaufpreiszahlungen für den Spezialisten für Personaladministration, Zeitwirtschaft und Personalabrechnung im SAP-Umfeld richtet sich nach den erzielten Jahresergebnissen in den Jahren 2009, 2010 und 2011. Nach dem Zukauf sieht sich All for One mit 780 Bestandskunden in dem Bereich HR Solutions bei einem Marktanteil von 20% in Deutschland.

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

Marktumfeld

Der SAP/ERP Markt

Der klassische SAP/ERP-Markt weist laut einer Studie von Boston Consulting (im Auftrag der SAP AG) ein Marktvolumen von rund US-\$ 30 Mrd. auf. Davon werden Leistungen für US-\$ 10 Mrd. bis US-\$ 14 Mrd. intern abgerufen, während Leistungen (wie Beratung, Outsourcing Dienste) für US-\$ 9 Mrd. bis US-\$ 11 Mrd. durch externe Dienstleister erbracht werden. Etwa US-\$ 6 Mrd. bis US-\$ 7 Mrd. Umsatzvolumen entfallen auf die Softwarelizenzen. Adressierbar durch die externen Dienstleister, wie All for One, sind Teile der letzten beiden Bereiche – die Erbringung von externen Dienstleistungen für multinationale Großkonzerne bleibt der SAP vorbehalten, während die Partner den wichtigsten Vertriebsarm für den (gehobenen) Mittelstand bilden. Mit einem Jahresumsatz von US-\$ 1,5 Mrd. ist das United Netzwerk hier ein sichtbarer Vertriebspartner für SAP.

In den klassischen IT-Dienstleistungen kam es in 2010 zu einer deutlichen Erholung. Da die Systemhäuser in der Krise 2008/09 aber anders als in der vorherigen Krise (2001-2003) versucht haben die eigenen Mitarbeiter und Spezialisten zu halten, besteht ein moderater Preisdruck bei den nun wieder zahlreicheren Neuprojekten. All for One hat die Tagessätze in der Krise über Gesamtlösungen in Form von Festpreisprojekten konstant gehalten und steht dabei nicht so sehr unter Druck wie die Unternehmen, die Beratungsressourcen auf reiner Stundensatzbasis verkaufen und in der Krise versucht haben, die Auslastung über Preisnachlässe zu verteidigen.

Die von All for One in 2010 vermeldeten Projekte unterstreichen die zunehmende Markterholung und die Rückkehr zu einer dynamischen Entwicklung. Neben der Einführung einer SAP-Lösung werden oft auch Outsourcing-Dienste vereinbart oder die Einführung von Business Intelligence-Lösungen, die gegenwärtig auf großes Kundeninteresse stoßen.

Klassisches ERP-Geschäft mit US-\$ 30 Mrd. Volumen, rund US-\$ 10 Mrd. durch externe Dienstleister adressierbar

2010: Deutliche Erholungsanzeichen bei klassischen IT-Dienstleistungen – wachsende Dynamik

All for One bietet den Kunden ganzheitliche Lösungen oft zu Festpreisen

Gerade im unteren Mittelstand existieren noch zahlreiche konkurrierende ERP-Lösungen...

In seiner Tätigkeit ist All for One zwei Arten von Wettbewerbern ausgesetzt: anderen SAP-Beratungshäusern und Anbietern von alternativen ERP-Lösungen. Gerade für den unteren Mittelstand existieren hunderte ERP- und ERP-ähnliche Lösungen, angefangen von einfachen Tools wie MS Excel über Eigenentwicklungen bis hin zu Lösungen von Anbietern wie Infor, Microsoft oder Sage. Eine Konsolidierung ist weiter im Gange, bei einem Markterfolg der Business ByDesign Lösung dürfte sich der Verdrängungsprozess im unteren Mittelstandssegment weiter beschleunigen.

All for One: führender SAP-Komplettdienstleister in der DACH-Region, weltweit präsent über Partner

Die zweite Gruppe von Wettbewerbern sind zahlreiche SAP-Systemhäuser, die als Vertriebspartner der SAP-Lösungen sämtlich den Mittelstand adressieren, da SAP das Großkunden(lizenz)geschäft direkt betreut. Auch hier existieren erhebliche Größenunterschiede. Im Markt aktiv sind zudem viele Freelancer, und (spezialisierte) regionale Kleinfirmen, die oft rein projektbezogen arbeiten. Einige SAP-Systemhäuser beschäftigen deutlich über 100 Mitarbeiter. Insbesondere in dieser Gruppe sind die wichtigsten Wettbewerber der All for One zu finden. Einzelne Wettbewerber wie z.B. itelligence (ca. 1.670 Mitarbeiter) weisen zwar deutlich mehr Mitarbeiter auf als All for One, sind dafür aber meist auch global aufgestellt. In der DACH-Region gehört All for One mit seinen rund 430 Mitarbeitern nach TDS (ca. 1.200 Mitarbeiter, 20 Standorte) zu den größten Anbietern, international ist All for One über das Partnernetzwerk United VARs präsent (rd. 3.500 SAP-Berater weltweit). Internationale Präsenz, direkt oder indirekt, ist notwendig, um den häufig in mehreren Staaten vertretenen Mittelstandskunden Vor-Ort-Services anbieten zu können.

Wettbewerber sehen in SAP-zertifizierten Branchenlösungen und Referenzen ein wichtiges Differenzierungsmerkmal

All for One hat sich auf drei Branchen fokussiert und bietet dazu eigen entwickelte und von SAP zertifizierte Branchenlösungen an. Die Entwicklung wurde vor etwa 15 Jahren gestartet. Mittlerweile ist All for One nicht mehr der einzige Anbieter spezieller, vorkonfigurierter und von SAP zertifizierter Lösungen für seine Kernbranchen, aber nach eigenen Aussagen der nachhaltig erfolgreichste Anbieter. Neue Branchenlösungen sind schwer zu entwickeln, da Branchen-Know-How erforderlich ist, welches nur im Rahmen von Projekten erworben werden kann. Die Projekte werden jedoch zumeist nach Referenzen vergeben, so dass für Wettbewerber oft nur der Einkauf eines Beraterteams ein realistischer Weg ist, um dieses Spezialwissen zu akquirieren.

Kosten Synergien nur durch Branchenlösung realisierbar

Die Branchenlösungen erfüllen neben der Differenzierung auf dem Markt einen weiteren wichtigen Zweck. Mit Hilfe der Branchenlösungen lassen sich Kostensynergien aus der Projekterfahrung heben. Erfahrungen, wie die SAP-Standardlösung eingerichtet werden muss, damit z.B. die Prozesse eines Automobilzulieferers oder Maschinenbauers optimal abgebildet werden, hat All for One in zahlreichen Projekten gesammelt. Ein neues SAP-Haus, das noch keine solche Lösung hat, benötigt eine deutlich längere Projektzeit, muss versuchen, über Tagessätze dem Kunden preislich entgegenzukommen und hat letztendlich schlechte Chancen, weil Referenzen fehlen. All for One bietet dagegen Gesamtlösungen zu Festpreisen und kann so dem Preiskampf um reine Beratertagesätze entgegen wirken. Zudem erhalten Kunden so eine hohe Planungssicherheit.

Grafik 04: SAP-Beratungshäuser mit eigenen Branchenlösungen

	All for One	Itelligence	TDS	Steeb	Orbis
Automotive/ Automobilzulieferer	x	x		x	x
Autohandel/ Werkstätten		x			
Elektroindustrie	x	x			
Maschinen- und Anlagenbau	x	x		x	x
Luft- und Raumfahrtindustrie		x			
Metallverarbeitende Industrie	x	x			
Gießereien	x	x			
Stahl und Metallerzeugung		x			
Kunststoffindustrie	x	x			
Fertigungsindustrie (im Allg.)				x	x
Chemische Industrie		x	x		
Pharmaindustrie		x	x		x
Farben-/Lackherstellung			x		
Kosmetik/Pflegemittel			x		
Nahrungs-/Genussmittel			x		
Holz- und Möbelindustrie		x			
Logistiker		x			
Dienstleister (im Allg.)	x	x		x	
Banken-/Versicherungen			x		
Konsumgüterindustrie		x		x	x
Handelsunternehmen		x			x
Mill Products (Papier/Holz/Metall)					x

Quelle: Jeweilige Unternehmensangaben

Itelligence, die gemessen an den Beratern etwa viermal so groß ist wie All for One, jedoch weltweit tätig ist, verfügt über die größte Bandbreite an zertifizierten Branchenlösungen. Die Branchen der ebenfalls deutlich größeren TDS weisen keine Schnittmengen mit All for One auf. Die 100%ige SAP-Tochter Steeb und die kleinere Orbis sind, wie All for One, sehr fokussiert und adressieren oft auch die gleichen Branchen. Dies verwundert nicht weiter, da der Bereich Automotive/Automobilzulieferer sowie der Maschinen- und Anlagenbau mit zahlreichen, innovativen mittelständischen Unternehmen das Kernstück der deutschen Exportwirtschaft bilden.

Der SAP-Beratungsmarkt besitzt, auf der Leistungsebene die All for One besetzt, hohe Markteintrittshürden. Neben der Eingangsvoraussetzung, einen SAP-Partnerstatus zu erlangen, sind bei den Projekten Erfahrung und Referenzen erforderlich. Ein breites Leistungsspektrum kann nur durch ein großes, erfahrenes Team erbracht werden. Dessen Aufbaukosten, in Relation zu den oft knapp kalkulierten Margen, dürften den Eintritt bedeutender neuer Spieler in den Markt unwahrscheinlich machen.

**Maschinenbau und
Automobilwirtschaft
im Fokus der
Wettbewerber**

**Markteintrittsbarrieren
sind Branchen-Know-
How, SAP-
Partnerstatus,
Referenzen**

Erfolgsfaktor Vertrieb

Wesentlicher Erfolgsfaktor ist, neben dem Branchen- und SAP-Know-How der Vertrieb. All for One gilt als außerordentlich vertriebsstark und adressiert gezielt, je nachdem, ob es sich um eine Erstansprache, um die Vertiefung von Beziehungen zu bestehenden Kunden oder um eine Ansprache über relevante Zusatzthemen handelt. Findet All for One beispielsweise mit dem eigenen CRM-System heraus, dass ein Bestandskunde noch keine BI-Lösung besitzt, erfolgen gezielte Ansprachen und Einladungen zu einem BI-Workshop. Wesentliches Asset der All for One Vertriebsorganisation, die sich in Direktvertrieb und Partnervertrieb aufteilt, ist eine eigene Leads-Factory, die D A CH-weit ein Potenzial von über 12.000 Mittelstandsunternehmen kontinuierlich bearbeitet. Zudem zählt All for One über 1.000 Bestandskunden.

All for One: 20% Marktanteil bei (SAP) HR Solutions in Deutschland

Als Teil des klassischen SAP-Beratungsgeschäftes sehen wir auch das HR-Solutionsgeschäft, das durch die Tochter KWP betreut wird. Im Rahmen von SAP-Projekten können Leistungen des HR Solutions Segmentes auch als Cross Selling Leistung vertrieben werden. Bei den HR-Solutions mit SAP-Bezug nimmt All for One über seine Tochter die KWP-Gruppe eine führende Rolle in Deutschland ein. Das Unternehmen selbst zählt in dem Bereich HR-Solutions 780 Bestandskunden und beziffert den eigenen Marktanteil auf 20%. Besonderheit an dem Bereich HR-Solutions ist, dass die Berater entgegen dem klassischen SAP-Lizenzgeschäft, wo die Großkunden SAP selbst vorbehalten sind, alle Kundengrößenklassen bearbeiten dürfen. Von den großen Wettbewerbern der All for One hat nur die TDS den Bereich HR Services & Solutions als eigenes Geschäftsfeld benannt und betrachtet sich selbst als führend, ist hier jedoch vor allem außerhalb des SAP HR-Markets tätig.

Outsourcing

Grundlage für das von den SAP-Beratungshäusern adressierbare Marktvolumen ist der Geschäftserfolg der SAP. Im Krisenjahr 2009 konnte SAP erstmals nach mehreren Jahren mit hohen einstelligen jährlichen Zuwachsraten kein Wachstum zeigen. Der SAP-Markt lässt sich in die beiden Bereiche „Consulting und System Integration Services“ und „Outsourcing Services“ unterteilen, die sich in der Krise sehr unterschiedlich verhielten. Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass lediglich die Umsätze des SAP-Marktes für „Consulting und System Integration Services“ von 2008 auf 2009 um 4,4% rückläufig waren.

Als verlässlicher Wachstumsmarkt präsentierte sich dagegen der Bereich „Outsourcing Services“. Selbst im schwierigen Jahr 2009 konnten hier Wachstumsraten von 7,7% (Outsourcing mit SAP-Bezug) bzw. von 5,9% (ohne SAP-Bezug) erreicht werden. Outsourcing-Dienste können kein negatives Marktwachstum aufweisen, da diese Dienste essentiell sind und nicht einfach gestrichen werden können wie Beratungsleistungen. Die Outsourcingsparte von All for One wuchs in 2009 sogar um 22%. Für 2010 erwarten Marktanalysten ein dynamisches Wachstum von 9,1% bei Outsourcing-Dienstleistungen mit SAP-Bezug. Neben den Marktanteilsgewinnen profitieren die SAP-Berater davon, dass Kunden zunehmend zuvor intern erbrachte IT-Leistungen auslagern.

Ein großer Teil der Outsourcing Services Umsätze der All for One kommen aus der Softwarepflege und -wartung. Wartungsverträge werden in der Regel mit der SAP-Neulizenz zusammen abgeschlossen. Die Kunden wechseln den Dienstleister später selten.

Weitere Wachstumsquellen des Outsourcing Services Bereiches ist das (Premium-) Hostinggeschäft. Hierbei bedient All for One vor allem SAP-Kunden, die ein tiefes Know-how der gehosteten Lösung und Kundenbranchen erfordern, denn nur so kann eine Abgrenzung zu rein technischem Hosting und die Erbringung von Value-Added-Dienstleistungen gelingen. Der Tatsache, dass gerade dieses Premium-Hostinggeschäft in den vergangenen Jahren stark gewachsen ist, hat drei Gründe: die technischen Voraussetzungen sind vorhanden (Breitbandinternet, leistungsfähige Serverparks, Virtualisierungstechnik), im Markt setzt sich die Erkenntnis durch, dass diese Leistung extern besser und günstiger erbracht werden kann und drittens gewinnen die Unternehmen zunehmend Vertrauen in weitreichende Auslagerung bisher intern erledigter Aufgaben. Dies gilt insbesondere für die Kernkundschaft von All for One, den Mittelstand, der Nachzügler in Sachen Outsourcing ist.

Die Treiber des Outsourcing-Marktes sind größtenteils externe Faktoren, die sich in betriebswirtschaftliche und technische Argumente aufspalten lassen. Betriebswirtschaftlich kann ein Mittelständler mit Outsourcing seine Kapitalbindung reduzieren und Kostenvorteile (Energie, Skaleneffekte durch Virtualisierung) nutzen, die nur die Outsourcing-Dienstleister realisieren können und in Teilen weiterreichen. Die eigene IT-Abteilung kann bei einem typischen Mittelständler nur schwerlich mit der immer schneller voranschreitenden technischen Entwicklung Schritt halten und verfügt daher oftmals nicht über das Know-how extern eingekaufter IT-Dienstleister.

2009: Marktrückgang bei Beratung und Integration...

... „Outsourcing Services“ weiter ein Wachstumsmarkt

Wartung die stabile Basis des Outsourcing...

... stärkster Wachstumstreiber ist das Hosting

Technischer Fortschritt und Effizienzüberlegungen treiben den Outsourcing Markt

Größere SAP-Berater zieht es in den wachsenden Hosting-Markt ...

Auch viele der Wettbewerber haben sich im Bereich Outsourcing Services positioniert. Beim Konkurrenten TDS ist dieses Geschäftsfeld bereits weitentwickelt mit einem Umsatz von € 60,6 Mio. in 2009/10. Allerdings ist das Geschäftsfeld in 2009/10 nur mit 1,8% gewachsen, während sich die Segment-EBIT-Marge von 16,4% auf 13,3 % verschlechterte. Auch itelligence verfügt über ein entsprechendes Outsourcing-Geschäftsfeld. T-Systems hat im Herbst 2009 die europäischen Hostingaktivitäten der SAP AG mit rund 90 SAP-Kunden übernommen. Durch die Konzentration auf Großkunden ist T-Systems kein direkter Wettbewerber von All for One. Das erwartete Marktwachstum von 9,1% für Outsourcing im SAP-Umfeld in 2010 bietet viel Raum für Wachstum. Bezogen auf die Neunmonatszahlen (+17,1%) wuchs All for One auf Grund spezifischer Stärken in etwa doppelt so schnell wie der Gesamtmarkt.

..Fixkosten, Know-How und Bestandskunden bilden eine Eintrittsbarriere gegen kleinere SAP-Häuser

Wichtige Eintrittsbarriere in den Outsourcing Services Bereich, wie All for One ihn versteht, ist das spezifische Know-How. Werden Outsourcing-Leistungen vor allem auf der technischen Ebene erbracht, etwa durch Systemhäuser wie Bechtle oder Computacenter, sind die Differenzierungsmöglichkeiten gering. All for One und die großen Wettbewerber bieten in Abgrenzung dazu umfangreiche Zusatzleistungen an, die ein tieferes Verständnis von Branche und SAP-Lösung voraussetzen, entsprechend attraktiver ist das Margenniveau. Kleineren SAP-Beratern steht auf Grund der Fixkosten und einer fehlenden Breite der Bestandskundschaft das Geschäftsmodell umfassenden Outsourcings in der Regel nicht offen. Der Anbieter eines Hostings-Dienstes muss Serverkapazitäten anmieten oder vorfinanzieren und einen gewissen Kundenstamm besitzen, um aufgebaute Kapazitäten auszulasten. Um darüber hinaus umfassende Outsourcing-Lösungen anbieten zu können, die über die rein technischen Dienstleistungen hinausgehen, ist zudem tiefes Anwendungs-, Branchen- und Prozess-Know-how nötig. Um schnell eine kritische Masse zu erreichen, benötigt der Anbieter zahlreiche SAP-Bestandskunden, die für den Hosting Dienst in Frage kämen.

Unternehmen insbesondere offen für Outsourcing von IT-Aufgaben

Bei einer Marktbefragung zum Thema Outsourcing stuften Unternehmen insbesondere die IT-Dienstleistungen als besonders geeignet für ein zumindest teilweises Outsourcing ein. Lediglich 6,5% der Unternehmen erledigen alle IT-Themen Inhouse. Über ein Viertel der Unternehmen hat dagegen bereits das Kostensenkungspotenzial erkannt und mehr als die Hälfte aller im Bereich IT anfallenden Aufgaben an externe Anbieter ausgelagert.

Tabelle 03: Outsourcing von IT-Dienstleistungen (2010)

IT-Bereich	Anteil
Kein Outsourcing	6,5%
Bis zu 25% der Arbeiten ausgelagert	51,9%
25% bis 50% der IT-Dienstleistungen ausgelagert	13,9%
mehr als 50% der IT-Dienstleistungen ausgelagert	27,7%
Summe	100,0%

Quelle: Lünendonk (2010)

Die Basistechnologie, die dem (technischen) Outsourcing-Angebot der All for One und der Wettbewerber zugrunde liegt, ist die Virtualisierung von Servern. Diese ermöglicht es, verschiedene virtuelle Server auf einem (physischen) Server laufen zu lassen. Die Stromkosteneinsparung durch diese Technik ist erheblich, hinzu kommen Skalenvorteile, die der Dienstleister heben kann. Das gegenwärtig sehr stark thematisierte Cloud Computing geht technisch über die Virtualisierung hinaus, auch wenn die Grenzen zunehmend verwischen. Die physische Präsenz von Daten beim Cloud Computing ist nicht mehr eindeutig zu bestimmen, sondern auf verschiedene Server weltweit verteilt. Daher ist das reine Cloud Computing aus rechtlichen und betrieblichen Gründen (Datenschutz, sensible Firmendaten) von Firmen für eigene Daten selten genutzt, im B2C-Bereich dagegen kommt die Cloud Computing-Technik bereits zum Einsatz (z.B. bei Amazon.com, Google-Mail). Bei der Virtualisierung werden jedoch auch Rechenoperationen auf billigere (unterausgelastete) Server ausgelagert, dies ist allerdings gesteuert. Outsourcinganbieter nutzen für die Virtualisierungstechnik auf Grund dieser Nähe und aus Vermarktungsgründen oft auch die Bezeichnung „Private Cloud Computing“.

(Private) Cloud Computing in aller Munde

Tabelle 04: Outsourcing der IT und spezifische Stärken von All for One

Argumente für ein Outsourcing der IT	
	<ul style="list-style-type: none"> - Mittelständler kann sich auf seine Kernkompetenzen beschränken - Zunehmende Komplexität und Themenvielfalt in der IT erschwert den Unternehmen mit einer eigenen IT-Abteilung immer auf der Höhe der Zeit zu bleiben - Reduzierung der Kapitalbindung (Anschaffung von Servern entfällt) - Flexibilisierung der Kostenstruktur - Deutliche Reduktion des Energieverbrauchs - Durch schnelle Datenverbindungen ist das Outsourcing nicht mehr mit Nachteilen bei der Zugriffsgeschwindigkeit gegenüber einer Inhouse-Lösung ausgesetzt - Fortwährende Schulungen eigener IT-Mitarbeiter und personengebundene Risiken lassen sich deutlich reduzieren
Spezifische Stärken der All for One	
	<ul style="list-style-type: none"> - One-stop-shop von der Beratung über die Einführung bis zur Wartung und Betrieb der SAP-Lösung - Verantwortung liegt in einer Hand (gerade bei SAP-Einführungsprojekten sind technische und Anwenderebene schwer zu trennen) - Erfolgreiche Outsourcing-Referenzen der All for One - Bisherige Bestandskunden der All for One müssen keinen neuen Dienstleister einbeziehen, wenn die IT outgesourct werden soll

Quelle: BankM Research

Outsourcing Bereich der All for One wächst zweistellig..

Basierend auf der starken Kundenbasis im Mittelstand dürfte All for One hier auch künftig überproportionales Wachstum zeigen. Wir erwarten für diesen Bereich bei All for One ein Wachstum im unteren zweistelligen Prozentbereich. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres verzeichnete der Bereich ein 17%iges Wachstum. All for One hat bei der jetzigen Größe das Ende der Skalierung im Outsourcing noch nicht erreicht. Bei weiterem Wachstum werden Prozessoptimierungen und effizienterer (fokussierter) Personaleinsatz möglich werden, die zu einer weiter verbesserten Kostenbasis führen.

..weiteres Potenzial vorhanden

Bisher richtet sich das Outsourcing-Angebot vor allem an die Nutzer der bisherigen SAP-Lizenzsoftware. Die neue On-Demand-Lösung wird gegenwärtig ausschließlich von SAP selbst gehostet und von Partnern wie All for One mit Supportleistungen u.ä. betreut. Würde SAP dieses Geschäft mittelfristig den Partnern freigeben, dann würde sich hieraus weiteres Potenzial ergeben, da eine On-Demand-Lösung in jedem Fall gehostet werden muss.

Erfolgsfaktoren: Bestandskunden und Visibilität..

Die Kundengewinnung für Outsourcing Leistungen geschieht zumeist über die Implementierung von SAP-Neulizenzen. Auch Bestandskunden, die Outsourcingleistungen nachträglich nachfragen, sind eine wichtige Kundengruppe. Seltener kauft der Kunde Lizenz und Outsourcing-Dienst bei unterschiedlichen SAP-Beratungshäusern ein. Um Outsourcing-Geschäft für SAP-Kunden zu generieren, die einen anderen SAP-Berater haben (der kein eigenes Hosting bietet), ist es wichtig, eine hohe Visibilität im Markt zu besitzen. Nur dann ist eine Berücksichtigung bei Ausschreibungen wahrscheinlich. Kunden, die einmal für Outsourcing Services gewonnen werden konnten, wechseln den Anbieter in der Regel selten.

..Beratungsgeschäft dient als Türöffner

Die SAP Beratung erfüllt eine wichtige Türöffnerfunktion für den Vertrieb von Outsourcingdiensten und bildet oft die Grundlage für die gezielte Ansprache durch den Outsourcing-Vertrieb. Ein Wettbewerber im Hosting Bereich, der sein Beratungsgeschäft vernachlässigt, entzieht sich damit die nachhaltige Erfolgsgrundlage für das Outsourcing Geschäft.

Fazit: All for One ist gut positioniert um im Outsourcing weiter überdurchschnittlich zu wachsen

Gegenüber dem klassischen Beratungsgeschäft bietet das Outsourcing-Geschäft den Vorteil stabiler Umsätze und eines vergleichsweise hohen Margenniveaus. All for One verfügt als eines der größten SAP-Beratungshäuser über zwei der drei wichtigsten Erfolgsfaktoren: Bestandskunden und spezifisches Know-how. An erhöhter Visibilität arbeitet das Unternehmen. Das Outsourcing-Geschäft hat die kritische Masse erreicht und wird weiter profitabel ausgebaut.

Ausblick der All for One Midmarket AG

All for One Midmarket erwartet bei sich aufhellendem konjunkturellem Umfeld eine Fortsetzung der guten Geschäftsentwicklung auch in Q4 2009/2010 (Juli bis September). Nach der guten Entwicklung der ersten neun Monate wurde die EBIT-Guidance bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr angehoben. Das operative Ergebnis soll in 2009/10 bei € 2,4 Mio. liegen, nach zuvor erwarteten € 1,5 Mio. bis € 2 Mio. Zudem wird weiterhin ein leichter Umsatzanstieg im Gesamtjahr erwartet. 2010/11 soll sich das EBIT bereits auf € 3,4 Mio. belaufen. Als größte Gefahr sieht das Unternehmen die Insolvenz größerer Kunden und damit verbundene Forderungsausfälle.

Ausblick 2009/10: Umsatzwachstum und Ausbau der Profitabilität

Bereits in 2009 leicht gewachsen – Anziehen des Geschäftes setzt sich 2010 fort

Finanzen

Die Zahlen des Rumpfgeschäftsjahres 2009 zeigen, dass die Neupositionierung greift. Der Umsatz wuchs, bezogen auf den angepassten Vergleichszeitraum, um 3%. Das Outsourcing-Geschäft führt zu kontinuierlichem Wachstum, durch das Lizenzgeschäft bewirkte Umsatzsprünge werden so geglättet. In 2009/2010 setzte sich dieser Trend fort, das organische Wachstum liegt nach den ersten neun Monaten bei 6%, wobei sich Outsourcing Services (+17%) und Neulizenzgeschäft (+26%) als wichtigste Wachstumstreiber erwiesen.

Nachhaltig steigende Margen..

Das EBIT-Margenniveau hat sich gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert und liegt nach den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2009/10 bei 2,8% gegenüber -1,4% im Vergleichszeitraum (Oktober 2008 bis Juni 2009). Die Margenschwankungen zwischen den Quartalen (Bandbreite 09/10: 1,4% bis 5%) erklären sich aus der Saisonalität und dem Abschluss größerer Einzelprojekte. Zwar wird All for One diese Faktoren nie ganz ausblenden können, jedoch wird durch den wachsenden Anteil wiederkehrender Umsätze, insbesondere beim Outsourcing, die Margen glätten und nachhaltig erhöhen können.

...insbesondere aus dem Outsourcing Geschäft

Die wachsenden Datenvolumina, die tendenziell fallenden Hardwarekosten und die weitere Auslastung der Rechenzentrumskapazitäten werden im Outsourcing Geschäft eine Margenausweitung über die Vertragslaufzeit bewirken.

Konjunktur beschert Zuwachs im Neulizenzgeschäft

Im Zuge der anziehenden Konjunktur und gesteigerter Investitionsbereitschaft der Unternehmen zogen die Neulizenzgeschäfte der All for One in den ersten neun Monaten um 26% an.

Konservativer Ansatz beim Umsatzpotenzial der Business ByDesign-Lösung

Bei der Berücksichtigung der Business ByDesign-Umsätze sind wir konservativ vorgegangen. Für 2011 haben wir hieraus Umsätze von etwa € 0,5 Mio. geschätzt und aus Gründen der Vorsicht für die Folgejahre keine allzu ambitionierten Umsätze unterstellt. Das Geschäftsfeld hat jedoch das Potenzial sehr positiv zu überraschen, wenn SAP es zu einem Massengeschäft entwickeln kann.

Earn-Out Effekt nicht berücksichtigt

Die Earn-Out-Vereinbarung aus dem 2009 erfolgten Verkauf der AC-Service Schweiz könnte zukünftig zu zusätzlichen Erträgen führen. In unserem Modell haben wir diesen Effekt nicht berücksichtigt.

Saubere Bilanz

All for One verfügt über eine saubere Bilanz und ein fokussiertes Geschäft. Abhängigkeiten von Einzelkunden bestehen nicht, wohl aber eine gewisse Anfälligkeit durch die in der SAP-Beratung notwendigen Branchenfokussierungen. Gegenwärtig zeigen die zyklischen Zielbranchen der All for One, die Fertigungsindustrie, Automobilzulieferer und Projektdienstleister, Zeichen einer kräftigen Erholung.

Solide Eigenkapitalquote von 55%

All for One weist eine solide Eigenkapitalquote von 55% aus. Bei einer Bilanzsumme von € 58,6 Mio. zum 30.6.2010 beliefen sich die Finanzverbindlichkeiten auf € 7,9 Mio. Auf der Aktivseite sind die liquiden Mittel mit € 16,3 Mio. der größte Einzelposten. Geschäfts- und Firmenwerte, sowie immaterielle Vermögensgegenstände, belaufen sich auf zusammen € 14,3 Mio.

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

All for One Midmarket AG

28. September 2010

Bewertung - 23/32 -

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen belaufen sich auf rund € 12 Mio.

In unserem Modell sind wir davon ausgegangen, dass die Ziel-Eigenkapitalquote bedingt durch anorganisches Wachstum langfristig bei 40% liegen wird.

All for One zeigte mit € 1,7 Mio. (Vorjahreszeitraum: € -0,6 Mio.) nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres einen deutlich verbesserten operativen Cash-Flow. Diese Entwicklung ist vor allem auf das höhere Ergebnis (€ 1,87 Mio. vs. € -0,55 Mio.) zurückzuführen.

Das Capex im Berichtszeitraum (Oktober 2009 bis Juni 2010) belief sich auf rund € 1,3 Mio. Überwiegend stehen die Investitionen in engem Zusammenhang mit dem Kundenaufbau im Wachstumsfeld Outsourcing Services. Im Vorjahreszeitraum schlug das Capex mit € 3,1 Mio. deutlicher zu Buche, da auch einmalige Investitionen in den Aufbau neuer Rechenzentren getätigt werden mussten. Auch hier war das Outsourcing-Geschäft Treiber der Investitionspolitik. Da der Ausbau des Outsourcing-Geschäftes weiter im Zentrum steht und All for One hier eine neue Größenklasse (und damit Effizienzstufe) erreichen will, sind wir auch in den kommenden Jahren von einem Capex von ungefähr € 3 Mio. ausgegangen.

Bewertung

In unserer Prognose der Geschäftsentwicklung sind wir von einem branchenüberdurchschnittlichen Wachstum zwischen 5% und 6% in den kommenden fünf Jahren ausgegangen. Getragen wird diese Entwicklung von den Zuwächsen im Outsourcing Services-Geschäft. Durch die Verschiebung des Umsatzmixes hin zu Outsourcing-Dienstleistungen ist ein Margenanstieg zu erwarten, der auch auf Skalierungsmöglichkeiten zurückzuführen ist.

Insbesondere das lukrative und margenstarke Outsourcinggeschäft, rechtfertigt in unseren Augen eine Neubewertung von All for One, die im Markt bisher überwiegend als Unternehmen des wettbewerbsintensiven SAP-Beratungsmarktes wahrgenommen wurde. Die strategische Weichenstellung hin zu einem höheren Anteil wiederkehrender Umsätze und das Margen- und Wachstumspotenzial der Outsourcing Services wurden bislang dagegen vom Markt kaum beachtet.

Zielkapitalstruktur bei 40:60 vermutet

Deutlich verbesserter Cash-flow

Capex für Kundenausbau bei Outsourcing Services verwendet

Outsourcingumsätze bringen Wachstum und höhere Margen..

...und rechtfertigt Neubewertung

All for One Midmarket AG

- 24/32 - Bewertung

28. September 2010

Wachstum in den nächsten Jahren oberhalb von 5%, bei steigenden Margen

Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir ein EBIT von € 2,4 Mio.. Den Umsatz erwarten wir bei rd. € 78 Mio. Für die kommenden Jahre sind wir von Wachstumsraten im mittleren bis hohen einstelligen Bereich ausgegangen. Treiber dieser Entwicklung ist in erster Linie das margenstarke Outsourcing-Geschäft. Durch die Verschiebung des Umsatzmixes und Skaleneffekten im Outsourcing wird es zu einer Margenausweitung kommen. Wir erwarten, dass All for One im Geschäftsjahr 2011/12 eine EBIT-Marge von über 5% erreichen wird.

Vorsichtsannahme: Deutlich höhere Steuerbelastung unterstellt

Bedingt durch Verschiebungen in der Aktionärsstruktur besteht die Gefahr, dass Verlustvorträge von All for One nicht oder nicht voll erhalten werden können. Zwar ist dieser Punkt nicht abschließend geklärt, aus Gründen der Vorsicht sind wir von einem ungünstigen Szenario mit hoher Steuerbelastung ausgegangen. Sollten die Verlustvorträge ganz oder teilweise Bestand haben, ergibt sich hieraus entsprechendes Kurspotenzial.

Fairer Wert pro Aktie bei € 12,07

DCF-Modell

Das Beta von All for One schätzen wir auf 1,7, da es sich um ein Unternehmen mit eher geringen Handelsumsätzen handelt. Basierend hierauf und auf der Zielkapitalstruktur ergeben sich gewichtete Kapitalkosten (WACC) von 8,3%. Bei einer ewigen Wachstumsrate von 1% ergibt sich hieraus ein fairer Wert von € 12,07 pro Aktie.

Tabelle 05: FCF-Modell

	09/10e	10/11e	11/12e	12/13e	13/14e	14/15e	15/16e	16/17e	17/18e	18/19e
Umsatz	78,01	82,06	86,99	92,21	97,28	102,14	106,23	109,42	111,60	113,84
EBITDA	5,69	6,86	8,26	8,76	10,60	11,39	12,11	12,15	12,05	11,78
EBITDA-Marge	7,3%	8,4%	9,5%	9,5%	10,9%	11,2%	11,4%	11,1%	10,8%	10,4%
EBIT	2,42	3,41	4,61	4,89	6,52	7,10	7,65	7,55	7,37	7,00
EBIT-Marge	3,1%	4,2%	5,3%	5,3%	6,7%	7,0%	7,2%	6,9%	6,6%	6,2%
Steuern	0,60	0,85	1,38	1,47	1,96	2,13	2,29	2,26	2,21	2,10
+ Abschreibungen	3,28	3,45	3,65	3,87	4,09	4,29	4,46	4,60	4,69	4,78
- Investitionen	3,04	3,19	3,38	3,59	3,79	3,97	4,13	4,26	4,34	4,43
- Veränderung WC	1,93	0,34	0,62	0,65	0,63	0,61	0,51	0,40	0,27	0,28
Free-Cash-Flow	0,13	2,48	2,88	3,05	4,23	4,68	5,17	5,22	5,23	4,97
Diskontierungsfaktor	0,92	0,85	0,79	0,73	0,67	0,62	0,57	0,53	0,49	0,45
Wert Free-CF heute	0,12	2,11	2,27	2,22	2,84	2,90	2,96	2,76	2,55	2,24
Kum. Wert der op. CFs	22,94									
Barwert des Restwertes	30,55									
Unternehmenswert	53,50									
- Nettoverschuldung	-6,22									
- Anteile Dritter	1,07									
Wert des Eigenkapitals	58,65									
Fairer Wert je Aktie in €	12,07									

Quelle: BankMRResearch

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

All for One Midmarket AG

28. September 2010

Bewertung - 25/32 -

Peer-Group-Vergleich

Als Peer Unternehmen haben wir in erster Linie SAP-Beratungshäuser gewählt. itelligence und mit Abstrichen Orbis weisen eine hohe Ähnlichkeit im Geschäftsmodell auf. Das SAP-Beratungshaus Realtech ist stark auf die technische Beratung bei SAP-Lösungen ausgerichtet. Abgerundet wird die Peer-Gruppe von adesso, einem branchenfokussierten IT-Berater, der am Rande ebenfalls SAP-Beratung leistet.

SAP-Beratungshäuser und branchenbezogene IT-Beratungshäuser bilden die Peer-Gruppe

Tabelle 06: Peer Group-Bewertung

Unternehmen	Mkap. in € Mio.	KGV 2010e	EV/Umsatz 2010e	EV/EBITDA 2010e	EV/EBIT 2010e
itelligence	135,78	18,35	0,47	5,22	8,56
Orbis	12,70	9,43	0,36	5,67	7,26
Realtech	40,73	22,31	0,56	8,78	12,02
adesso	30,29	12,17	0,28	4,38	6,56
Mittelwert	54,87	15,57	0,42	6,01	8,60
All for One	25,85	12,10	0,26	3,51	8,24
Abschlag/Aufschlag	-52,9%	-22,2%	-38,5%	-41,5%	-4,2%
Impliziter fairer Wert		6,44	8,42	8,75	5,99
					7,40

Quelle: BankM Research, JCF

Insbesondere gemessen am Umsatz und EBITDA ist All for One im Vergleich zu der Peer-Gruppe auf Basis der 2010er Schätzungen klar unterbewertet, während EV/EBIT eine leichte Überbewertung impliziert. Gerade im Ausbau der EBIT-Marge liegt jedoch das Kurspotenzial, das All for One über einen verbesserten Umsatzmix darstellen wird. Wir haben für 2010 noch mit einer EBIT-Marge von nur 3,1% kalkuliert, auf Sicht von zwei Jahren ist ein Überschreiten der 5%-Marke zu erwarten. Mittelfristig sollte die EBIT-Marge zwischen 5% und 10% liegen.

Fairer Wert nach Peer bei € 7,40

Tabelle 07: Margen und Wachstumsvergleich

Unternehmen	EBITDA-Marge 2010	EBITDA-Marge 2011	EBIT-Marge 2010	EBIT-Marge 2011	CAGR EPS (2010 bis 2012)
itelligence	8,9%	9,6%	5,5%	5,7%	13,28
Orbis	6,4%	6,4%	5,0%	5,0%	4,84
Realtech	6,4%	8,7%	4,7%	8,2%	23,53
adesso	6,4%	7,3%	4,3%	5,1%	13,93
All for One	7,3%	8,4%	3,1%	4,2%	20,26

Quelle: BankMResearch, JCF

Von den Peer-Unternehmen dürfte All for One ergebnisseitig das größte Wachstum zeigen. Gegenwärtig verfügt All for One noch über das geringste Margenniveau, aber insbesondere die Outsourcing-Dienste sollten All for One mittelfristig mindestens auf das Margenniveau der vergleichbarsten Wettbewerber itelligence und Orbis bringen.

All for One mit größtem Potenzial beim Ergebniswachstum

Bewertungsfazit

Zieht man beide Bewertungsmethoden mit jeweils 50%iger Gewichtung heran, so ergibt sich für die All for One Midmarket AG ein fairer Wert von € 9,75 pro Aktie.

Fairer Wert bei € 9,75

SWOT-Analyse

Stärken

- Der neue Geschäftsbereich Outsourcing Services wurde erfolgreich etabliert und zeigt sich wachstumsstark.
- Outsourcing Services verleihen dem Geschäftsmodell Stabilität.
- Höchster SAP-Partnerstatus (Gold).
- Fokussierter Branchenexperte in drei SAP-Endkundensegmenten Maschinen- und Anlagenbau, Automobilzulieferindustrie (plus Subbranchen) und Projektdienstleister, dies ermöglicht Skalierbarkeit.
- Globales Netzwerk bringt All for One in eine Liga mit den größten SAP-Beratungshäusern weltweit.
- Cross-Selling-Potenzial durch SAP-Business Intelligence Lösungen.

Schwächen

- Noch geringes tägliches Handelsvolumen.
- Das Outsourcing Geschäft benötigt das margenschwächere SAP-Beratungsgeschäft.
- Geringer Streubesitzanteil.
- Insbesondere der SAP-Beratungsmarkt ist wettbewerbsintensiv.
- SAP wird auch weiterhin die Margen der SAP-Beratungshäuser durch die eigene Preisgestaltung steuern/begrenzen.
- Im Vergleich zu Wettbewerbern weist All for One noch geringe Margen auf.

Chancen

- Basierend auf dem großen All for One-Kundenstamm dürften Outsourcing Services auch künftig große Zuwachsraten zeigen.
- Zukauf im Outsourcing Bereich könnte das Geschäft weiter stärken.
- Verglichen mit ähnlich aufgestellten Wettbewerbern im SAP Umfeld ist All for One weiterhin günstig bewertet.
- Ein Anziehen der Konjunktur hilft im Neugeschäft. Die jüngst vermeldeten Aufträge sprechen für einen sich auflösenden Investitionsstau.
- Mit Business ByDesign kann All for One Kunden adressieren, die mit SAP All in One nicht erreicht werden konnten.
- Mit den Outsourcing Services besetzt das Unternehmen ein Zukunftsfeld.
- SAP ist zuletzt anorganisch gewachsen und hat sich dadurch neue technologische Themen erschlossen. Die SAP-Beratungshäuser sind traditionell der wichtigste Vertriebsarm und könnten ihr Produktportfolio erweitern (Cross-Selling).

Risiken

- Weiterhin besteht eine gewisse Abhängigkeit vom SAP-Neugeschäft.
- Weiterhin volatile Geschäftsentwicklung möglich durch das klassische SAP-Lizenzgeschäft und zyklische Endkundenbranchen.
- Vertragsverlängerungen im Outsourcing Services Bereich dürften mit einer Verschlechterung der über die Vertragsdauer erarbeiteten Marge einhergehen.

All for One Midmarket AG

28. September 2010

Tabellenanhang - 27/32 -

Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2008	2009*	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Umsatz	72,422	54,733	78,008	82,064	86,988
Veränd. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen	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	0,912	0,901	1,268	1,334	1,414
Gesamtleistung	73,334	55,634	79,276	83,398	88,402
Materialaufwand	-26,111	-17,611	-24,374	-24,772	-25,267
Rohergebnis	47,223	38,023	54,901	58,626	63,135
Personalaufwand	-31,974	-25,021	-35,262	-37,096	-39,321
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-13,224	-9,548	-13,945	-14,670	-15,550
EBITDA	2,025	3,454	5,695	6,861	8,264
Abschreibungen/Amortisation	-2,879	-2,619	-3,276	-3,447	-3,653
EBIT	-0,854	0,835	2,418	3,414	4,610
Finanzergebnis	0,239	0,132	0,363	0,443	0,561
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	-0,615	0,967	2,781	3,856	5,172
A.o. Ergebnis nach Steuern	2,908	3,017	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,714	-0,635	-0,686	-0,990	-1,586
Anteile Fremder	-0,138	-0,085	-0,085	-0,085	-0,085
Nettoergebnis	1,441	3,264	2,010	2,782	3,501
Bereinigungen	0,000	-3,017	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,441	0,247	2,010	2,782	3,501
Gewichtete Anzahl Aktien	5,170	5,170	4,861	4,861	4,861
EPS	0,28	0,63	0,41	0,57	0,72
EPS bereinigt	0,28	0,05	0,41	0,57	0,72
DPS (Stammaktien)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: BankM Research (*=Rumpfgeschäftsjahr)

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2008	2009*	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	-0,723	4,608	4,858	5,991	6,846
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-3,748	-0,935	-3,035	-3,193	-3,385
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-2,636	0,572	-2,660	-1,000	-1,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-7,042	4,239	-0,837	1,798	2,461
Flüssige Mittel am Ende der Periode	8,492	16,854	16,017	17,815	20,276

Quelle: BankM Research (*=Rumpfgeschäftsjahr)

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

All for One Midmarket AG

- 28/32 - Tabellenanhang

28. September 2010

Bilanzen (in Mio. €)	2008	2009*	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Anlagevermögen	29,317	25,213	24,972	24,718	24,449
Immaterielle Vermögensgegenstände	14,282	14,935	14,035	13,135	12,235
Sachanlagen	11,185	6,343	7,002	7,648	8,279
Finanzanlagen	3,850	3,935	3,935	3,935	3,935
Umlaufvermögen	23,845	29,203	31,617	34,070	37,327
Vorräte	0,386	0,443	0,631	0,664	0,704
Forderungen aus LuL	14,967	11,906	14,969	15,591	16,347
Sonstige Forderungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kasse und Wertpapiere	8,492	16,854	16,017	17,815	20,276
Sonstiges Aktiva	10,281	10,477	6,077	6,077	6,077
Summe Aktiva	63,443	64,893	62,666	64,866	67,853
Eigenkapital	28,328	31,507	33,602	36,469	40,054
Rücklagen	27,384	30,438	32,448	35,230	38,730
Anteile Dritter	0,944	1,069	1,154	1,239	1,324
Rückstellungen	0,875	0,819	0,832	0,845	0,859
Verbindlichkeiten	20,444	18,183	13,848	13,168	12,556
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,497	10,363	7,703	6,703	5,703
Verbindlichkeiten aus LuL	7,947	7,820	6,145	6,465	6,853
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige Passiva	13,796	14,384	14,384	14,384	14,384
Summe Passiva	63,443	64,893	62,666	64,866	67,853

Quelle: BankM Research (*=Rumpfgeschäftsjahr)

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

All for One Midmarket AG

28. September 2010

Tabellenanhang - 29/32 -

Kennzahlen (Studie/Notes)	2008	2009*	2009/10e	2010/11e	2011/12e
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	0,37	0,16	0,24	0,23	0,21
EV/EBITDA	13,39	2,49	3,28	2,72	2,26
EV/EBIT	-31,74	10,28	7,72	5,47	4,05
P/E berichtet *	14,89	4,28	12,09	8,74	6,94
P/E bereinigt *	14,89	56,51	12,09	8,74	6,94
PCPS *	28,57	4,19	4,59	3,89	3,39
Preis/Buchwert *	0,78	0,46	0,75	0,69	0,63
Rentabilitätskennzahlen in %					
Bruttomarge	65,2%	69,5%	70,4%	71,4%	72,6%
EBITDA-Marge	2,8%	6,3%	7,3%	8,4%	9,5%
EBIT-Marge	-1,2%	1,5%	3,1%	4,2%	5,3%
Vorsteuermarge	-0,8%	1,8%	3,6%	4,7%	5,9%
Nettomarge	2,0%	0,5%	2,6%	3,4%	4,0%
ROE	5,8%	1,1%	6,4%	8,2%	9,4%
ROCE	-0,2%	2,4%	7,6%	9,7%	12,1%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	169,2	130,9	186,6	196,3	208,1
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	3,4	0,6	4,8	6,7	8,4
Anzahl Mitarbeiter	428	418	418	418	418
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	44,7%	48,6%	53,6%	56,2%	59,0%
Gearing	15,1%	-19,8%	-23,9%	-29,7%	-35,6%
Dividendenrendite (Stammaktien)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow Kennzahlen					
Cash-Flow pro Aktie	0,15	0,64	1,09	1,28	1,47
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,77	0,37	0,47	0,63	0,78
Sonstige Kennzahlen					
Abschreibungen/Umsatz	4,0%	4,8%	3,0%	3,1%	3,2%
Capex/Umsatz	6,5%	2,6%	3,9%	3,9%	3,9%
Working Capital/Umsatz	10,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Steuerquote	-116%	66%	25%	26%	31%

Quelle: BankM Research (*=Rumpfgeschäftsjahr)

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

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

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

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

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

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

Die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emitent des analysierten Finanzinstruments ist die All for One Midmarket AG.

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

Es fanden bislang keine Veröffentlichungen statt.

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten einige inhaltliche Änderungen.

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

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

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

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

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

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

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

28.09.2010

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

Schlusskurse vom 27.09.2010

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG war in den letzten zwölf Monaten an Vereinbarungen über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden und hat aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten.

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

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

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

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

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

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

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer):

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

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

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

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

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

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

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

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG berichtigt werden, ohne dass die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zurückzuführen sind. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen. Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

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

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

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly.

All for One Midmarket AG

- 32/32 - Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

28. September 2010

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.

© 2010 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

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

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