

## 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**

(vormals NEUTRAL)

### Fairer Wert

**€ 66,00**

(vormals € 46,90)

## SNP T-Bone wird zum Filetstück

Mit SNP Transformation Backbone (SNP T-Bone) hat das Unternehmen eine Lösung entwickelt, die das Potenzial hat den gesamten SAP-Transformationsmarkt nachhaltig zu verändern und effizienter zu gestalten. Die in 2009 angefallenen Entwicklungskosten (insges. € 1,8 Mio. in 2009) haben das Ergebnis belastet – die EBIT-Marge von 23,4% ist vor diesem Hintergrund umso beeindruckender. Ein weiter steigender Softwareanteil, auch im Zuge der SNP T-Bone-Einführung, dürfte weitere Margenerhöhungen bewirken. Das Unternehmen selbst möchte das Rekordmargenniveau des Vorjahrs zumindest halten. Wir haben erstmalig einen Markterfolg von SNP T-Bone in unseren Schätzungen berücksichtigt. Mit einem 2010er EV/EBIT von 9,6 bei starkem Wachstum und weiteren Margenerhöhungen ab 2011, ist die Aktie in unseren Augen ein Kauf.

- Ergebnisseitig konnte SNP dank einer neuen Rekord-EBIT-Marge (23,4%), den sehr guten Vorjahreswert erneut übertreffen. Der Umsatzrückgang fiel angesichts des konjunkturellen Umfeldes mit rund 3% moderat aus. Das margenstarke Segment Software konnte den Umsatz um 2% steigern. Das mittelfristige Wachstumsziel mit zweistelligen Zuwachsraten weiterhin in Takt.
- SNP T-Bone ist die weltweit erste Lösung zur ganzheitlichen Steuerung von SAP-Transformationsprojekten. Die Lösung basiert auf der Erfahrung von SNP aus über tausend SAP Transformationsprojekten und weist einen sehr hohen Automatisierungsgrad auf. Compliance und Projektsicherheit sind durch die Lösung gewährleistet, während Kosten und Zeitaufwand nur bei der Hälfte des herkömmlichen Verfahrens liegen.
- Um das riesige Potenzial des SAP-Transformationsmarkts zu adressieren braucht SNP starke, gut vernetzte Partner (wie Systemintegratoren, Wirtschaftsprüfer und Consultants). Erste Schulungen haben bereits stattgefunden, viele strategische Partner haben ihr Interesse bekundet. SNP T-Bone ist als Lösung von strategischer Bedeutung für die Partner. Mit ersten nennenswerten SNP T-Bone Umsätzen durch den Partnervertrieb rechnen wir in der zweiten Jahreshälfte, diese werden mit hohen Margen einhergehen.
- Ausblick: Für 2010 plant das Unternehmen mit einem Umsatzwachstum im unteren zweistelligen Prozentbereich. Der Auftragsbestand zum 31.12.2009 (€ 7,5 Mio.) zeigte sich gegenüber dem Vorjahr (€ 4,7 Mio.) deutlich verbessert. Das erste Halbjahr dürfte jedoch eher verhalten ausfallen. Das EBIT-Margenniveau aus 2009 von 23,4 % soll auch in 2010 wieder gezeigt werden können.

### Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBIT- Marge	Netto- Marge
2007	16,9	3,4	2,9	3,1	1,6	1,39	1,00	17,5%	9,2%
2008	20,7	4,9	4,4	4,5	3,0	2,65	1,15	21,3%	14,4%
2009	20,2	5,3	4,7	4,8	3,2	2,84	1,70	23,4%	16,0%
2010e	23,6	6,0	5,5	5,6	3,8	3,36	1,80	23,4%	16,1%
2011e	27,1	7,3	6,8	6,9	4,7	4,15	2,10	25,0%	17,3%
2012e	33,6	10,1	9,4	9,5	6,6	5,80	2,30	28,0%	19,5%

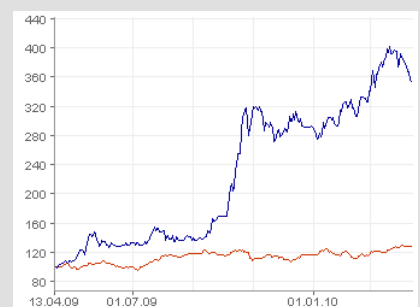
Quelle: BankM-Research

<b>Branche</b>	Software/IT
<b>WKN</b>	720370
<b>ISIN</b>	DE0007203705
<b>Bloomberg/Reuters</b>	SHF GY / SHFG.DE
<b>Rechnungslegung</b>	IFRS
<b>Geschäftsjahr</b>	31.12.
<b>Zwischenmitteilung Q1</b>	27.04.
<b>Marktsegment</b>	Regulierter Markt
<b>Transparenzlevel</b>	General Standard

Finanzkennzahlen	2010e	2011e	2012e
EV/Umsatz	2,3	2,0	1,6
EV/EBITDA	8,8	7,2	5,3
EV/EBIT	9,6	7,8	5,6
P/E bereinigt	15,5	12,6	9,0
Preis/Buchwert	5,0	4,1	3,2
Preis/FCF	15,7	12,7	9,1
ROE	35,5%	35,8%	39,4%
Dividendenrendite	3,4%	4,0%	4,4%

<b>Anzahl Aktien</b> (Mio. Stück)		1,13	
<b>Marktkap. / EV</b> (Mio. €)		59,2 / 53,14	
<b>Free float</b>		32%	
<b>Ø tägl. Handelsvol. XETRA</b> (3M, in €)		33.487	
<b>12 Monate hoch/tief</b> (XETRA)		€ 59,80 / 13,86	
<b>Kurs 09.04.2010</b> (XETRA-Schluss)		€ 52,28	
<b>Performance</b>	1M	6M	12M
absolut	-5,5%	69,9%	251,4%
relativ	0,9	1,7	3,6

**Vergleichsindex** DAXsubsector Software



SNP AG (XETRA) blau/dunkel im Vergleich mit DAXsubsector Software (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 mit dem 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

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
Geschäftsmodell	4
Historie	6
Technologie/Produkte/Dienstleistungen	6
Management	7
Aktionärsstruktur	8
Strategie	9
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>11</b>
Allgemeine Marktdaten IT/Software	11
Partnerkonzept für SNP T-Bone	13
Einschub: SNP Transformation Backbone (SNP T-Bone)	14
Wettbewerb	16
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>18</b>
Gewinn- und Verlustrechnung	18
Bilanzstruktur	19
<b>BEWERTUNG</b>	<b>20</b>
DCF-Modell	20
Peer-Group-Vergleich	21
Bewertungsfazit	22
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>23</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>24</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>27</b>

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

## Investment Case

Mit SNP T-Bone hat SNP eine neue Softwarelösung präsentiert, die das Potenzial hat, den SAP-Transformationsmarkt (Markt für IT-Anpassungen bei SAP-Systemen) von Grund auf zu verändern. Während große Veränderungsprojekte bei SAP-Systemen bislang nur mittels manuellen, personalintensiven Verfahren bearbeitet werden konnten, bietet SNP als weltweit erstes Unternehmen hierfür nun eine integrierte, standardisierte und automatisierte Softwarelösung an. Bei dem Vertrieb der neuen Lösung ist SNP auf Partner angewiesen, um den Markt als First-Mover erschließen zu können, bevor vergleichbare Konkurrenzprodukte auf den Markt kommen, obgleich der Transformationsmarkt hohe Eintrittsbarrieren birgt. Als Partner kommen Unternehmen aus den Bereichen Wirtschaftsprüfer, Systemhäuser und Management Consultants in Frage. Mit einigen führenden Unternehmen der jeweiligen Bereiche fanden bereits Schulungen statt.

SNP T-Bone ist die erste von einem der großen vier Wirtschaftsprüfer zertifizierte Lösung für SAP-Transformationen. Klare Stärke der Lösung gegenüber den bisherigen Vorgehensweisen ist die genaue, automatisierte Dokumentation der Vorgehensweise die den Wirtschaftsprüfern die Testierung erleichtert. Von Seiten der Wirtschaftsprüfer sollten dementsprechend starke Anreize bestehen auf den Einsatz der Lösung hinzuwirken – SNP nimmt als Lösungsanbieter hier die Vorreiterrolle ein.

Erstmalig haben wir SNP T-Bone in unseren Schätzungen berücksichtigt mit entsprechend deutlichen Margeneffekten bei dynamischem Umsatzwachstum. Durch die Gewinnung von vertriebsstarken Partnern wird SNP ein deutliches Margenwachstum zeigen können. Bis 2012 sehen wir ein Ansteigen der EBIT-Marge auf 28%. Ab 2014 gehen wir aus Gründen der Vorsicht von sinkenden Margen aus. Der Faire Wert pro Aktie, ermittelt aus FCF-Bewertung (€ 82,75) und Peer-Gruppen-Vergleich (€ 49,25), liegt damit bei € 66,00.

SNP hat das Krisenjahr 2009 sehr gut überstanden und damit die Qualität und Konjunkturresistenz des eigenen Geschäftsmodells unter Beweis gestellt. Mit einem nur leichten Umsatzrückgang von 3% und einer Margenerhöhung auf 23,4% hat sich das Unternehmen deutlich besser geschlagen als die Wettbewerber aus dem SAP-Umfeld. Eine Begründung liegt darin, dass der SAP-Transformationsmarkt weitestgehend unabhängig vom schwankungsanfälligen Geschäft mit Neulizenzen ist. Je älter ein SAP-System ist, desto größer wird der Bedarf einer Systemoptimierung, um die gewachsene Komplexität beherrschbar zu machen. Daneben erzeugen Fusionen, Restrukturierungen und Abspaltungen Nachfrage nach den Dienstleistungen und Lösungen von SNP.

Obwohl SNP mit 23,4% in 2009 eine Rekordmarge erreichen konnte und diese in 2010 wiederholen möchte, halten wir sogar ein Übertreffen dieser Zielsetzung für erreichbar. In 2009 wurden die Entwicklungskosten der SNP T-Bone-Lösung als Aufwand gebucht. Dieser Posten wird 2010 deutlich geringer ausfallen, in begrenztem Umfang sind allerdings zusätzliche mit der Markteinführung anfallende Kosten zu erwarten. Das leicht aufgehellte konjunkturelle Umfeld sollte jedoch dazu beitragen, dass SNP die Margenniveaus weiter ausbauen kann.

Auch ohne SNP T-Bone kann das Unternehmen auf eine starke Bilanz und dynamisches Umsatzwachstum (17,2% im Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2009) verweisen. Selbst wenn man in einem Worst-Case-Szenario unterstellt, dass SNP T-Bone vom Markt nicht angenommen wird, bliebe das Rückschlagspotenzial hierdurch begrenzt.

**SNP T-Bone besitzt enormes Potenzial – Partnerwahl entscheidet über den Produkterfolg**

**Erste zertifizierte SAP Transformations-Lösung im Markt**

**SNP T-Bone-Effekte erhöhen das Kursziel auf € 66,00 pro Aktie**

**Unabhängig vom SAP Neulizenzgeschäft - Nachfrage wächst mit dem Alter der SAP-Systeme**

**Trotz 2009er Margenrekord: Margenausbau in 2010 möglich**

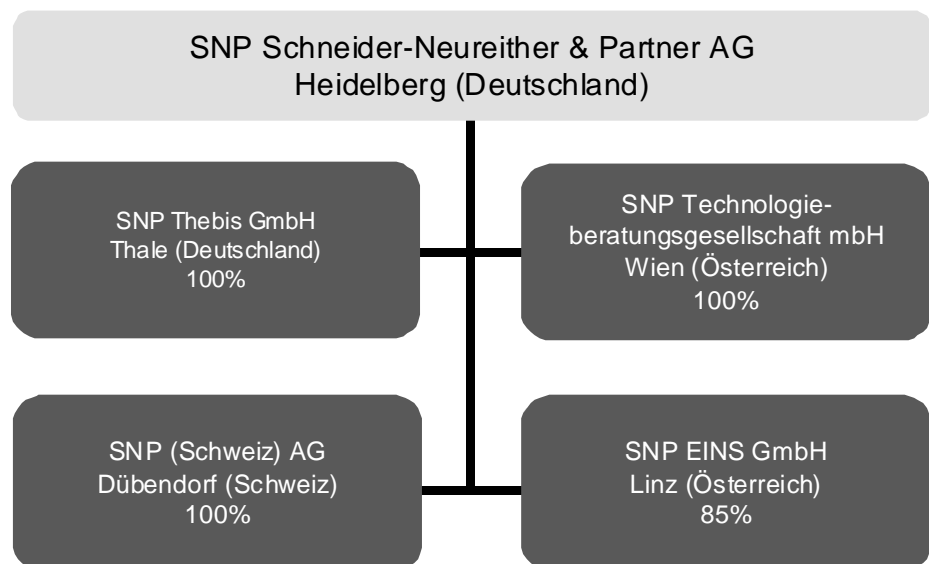
**Absicherung des Kurses über solide Bilanz und bisheriges Geschäft**

## Unternehmensprofil

### Spezialist für SAP-Transformationen

Die Heidelberger SNP AG ist ein auf den SAP-Transformationsmarkt spezialisierter IT-Dienstleister und Softwareentwickler. Das klassische SAP-Beratungsgeschäft macht hierbei nur etwa ein Fünftel der Dienstleistungsumsätze aus. Schwerpunkt der operativen Tätigkeit ist die DACH-Region. Neben dem Heidelberger Hauptsitz verfügt das Unternehmen über Standorte in Thale (SNP Thebis/D), Wien und Linz (jeweils SNP EINS) sowie in Zürich (SNP Schweiz). Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 hat das Unternehmen trotz Wirtschaftskrise sein Umsatzniveau (Umsatz 2009: € 20,2 Mio.) verteidigen können. Die EBIT-Marge stieg sogar auf 23,4% (Vorjahr: 21,3%) was zu einem EBIT von € 4,7 Mio. führte. Zum Jahresende 2009 beschäftigte SNP 145 Mitarbeiter (Vorjahr: 137 Mitarbeiter).

### Grafik 01: Organigramm der SNP AG



Quelle: SNP AG

### Geschäftsmodell

### Alleinstellung im SAP-Transformationsmarkt

SNP ist ein führender Spezialist für SAP-Transformationen. Das Unternehmen erbringt für seine Kunden, bei denen es sich ausschließlich um Großunternehmen handelt, Leistungen aus dem Bereich SAP Business Landscape Transformation, aber auch in der klassischen SAP-Beratung. Die Dienstleistungen im SAP Transformationsmarkt basieren auf einer neuartigen, weitestgehend automatisierten Vorgehensweise. Hierdurch erreicht das Unternehmen eine gewisse Alleinstellung, da nur SAP selbst über eine vergleichbare Technologie verfügt.

### Produktisierung ermöglicht Skalierung

SNP verfolgt eine Strategie der Produktisierung von Dienstleistungsprojekten. Der Umsatzmix wird sich daher zunehmend von Beratungsumsätzen in Richtung Softwareerlöse verschieben. Als Endziel sehen wir eine Aufteilung von 50:50, da

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

ein gewisser Beratungsanteil nötig bleiben wird, um Praxisentwicklungen zu verfolgen und die Lösung entsprechend weiterzuentwickeln. Das Ergebnis aus dem Softwarelizenzgeschäft wird das Beratungsergebnis auf Grund der höheren Marge jedoch deutlich übertreffen.

Basierend auf den Erfahrungen aus über 1.000 erfolgreichen SAP-Transformations-Projekten hat SNP die Softwarelösung SNP T-Bone entwickelt. Hierbei handelt es sich um eine Lösung, die weitgehend automatisiert ist und SAP-Transformationsprojekte mit entsprechend geschulten Beratern und Mitarbeitern abwickeln kann. Da hierdurch das eigene Personal erheblich entlastet werden kann, gewinnt SNP hieraus einen deutlichen Skaleneffekt. Die Software erlaubt es den Kunden SAP-Transformationen in Eigenregie oder mit Hilfe von geschulten Beratern abzuwickeln. SNP T-Bone ist die weltweit erste und gegenwärtig einzige Standardsoftware für ganzheitliche, standardisierte und automatisierte SAP-Transformationen.

Laut Angaben von SNP ermöglicht die SNP T-Bone-Lösung den Kunden eine Reduktion der üblichen Projektdauer und Projektkosten um ca. 50% gegenüber der herkömmlichen Vorgehensweise. Hierbei müssen vom Kunden keine Abstriche bei Sicherheit und Qualität in Kauf genommen werden. Im Gegenteil: Die automatisierte Lösung garantiert sogar in der Regel eine höhere Qualität. Durch die genaue Protokollierung der Vorgehensweise und Erhalt der Datenhistorie ist die Lösung auch revisionssicher, weswegen diese von einem der vier weltweit größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zertifiziert wurde.

Mit dem eigenen Vertriebsteam kann SNP den riesigen SAP-Transformationsmarkt alleine nicht erschließen. Daher baut SNP beim Vertrieb von SNP T-Bone auch auf die Partner aus den Kategorien Systemintegratoren, Wirtschaftsprüfer und Consultants, die traditionell enge Bindungen zu den potenziellen Kunden unterhalten. Der Markterfolg hängt somit stark davon ab, inwieweit Anreize für die Partner bzw. den Vertrieb des Partners bestehen bei Projekten im Markt die SNP-Lösung ins Spiel zu bringen. SNP T-Bone kann von den Partnern auch als Türöffner genutzt werden, um auch bei anderen Projekten als IT-Dienstleister gewählt zu werden.

**SNP T-Bone die weltweit erste Standardsoftware für SAP-Transformationen**

**Zeit- und Kostenaufwand halbiert**

**Partnernetzwerk von zentraler Bedeutung beim Vertrieb der Lösung**

## Historie

**Tabelle 01: Unternehmenshistorie**

Jahr	Ereignis
1994	Unternehmensgründung der GmbH durch Petra Neureither und Dr. Andreas Schneider-Neureither
1998	Umwandlung in eine Aktiengesellschaft
1999	Gründung der SNP (Switzerland) AG in Zürich, Implementierung des ersten System Landscape Optimization (SLO) Projektes
2000	IPO
2002	Start des Angebotes "SNP Service & Support"
2003	Erwerb eines Mehrheitsanteils an der EINS GmbH; Markteinführung der SNP Realtime Business Manager (RBM)-Software
2004	Listing im General Standard der Börse Frankfurt; Fokussierung auf die Bereiche SLO sowie Service & Support
2005	Entwicklung der Data Distillery
2006	Akquisition eines Mehrheitsanteils an der THEBIS GmbH, Produkteinführungen von SNP Client Carrier und SNP Base Builder
2007	Vollständiger Erwerb der THEBIS GmbH; Entwicklung des Compliance Cop, Integration der SNP Data Distillery in die SAP-Lösung TDMS
2009	SNP erhöht den Anteil an der österreichischen Tochter EINS GmbH auf rund 85% (zuvor knapp 52%); SNP stellt mit dem SNP Transformation Backbone (T-Bone) die weltweit erste Standardsoftware für SAP-Systemtransformationen vor

Quelle: SNP AG

## Technologie/Produkte/Dienstleistungen

### Spezialisierte Dienstleistungen in Produkten abgebildet

Im Bereich Software-related-Services deckt SNP verschiedene Felder ab. Den Schwerpunkt bildet die SAP Business Landscape Transformation. Aber auch klassische SAP-Beratung sowie Service und Support zählen zum Leistungsportfolio. SNP kombiniert Dienstleistungen mit eigenentwickelten Softwarelösungen, um über die automatisierte Bearbeitung wiederkehrender Arbeitsvorgänge eine gewisse Skalierbarkeit zu erreichen. Konsequente Fortentwicklung dieses Ansatzes ist SNP T-Bone. Diese Standardsoftware ermöglicht als erste Lösung weltweit die ganzheitliche und automatisierte Abwicklung von SAP-Transformationsprojekten mit Hilfe einer Software.

### Alleinstellung im SAP-Transformationsmarkt

Die klassische SAP-Beratung hat sich mittlerweile zu einem sehr wettbewerbsintensiven „Me-too-Business“ entwickelt. Im SAP Transformationsmarkt dagegen nimmt SNP zusammen mit SAP auf Grund eines neuartigen softwaregestützten Verfahrens zur Datenmigration eine Sonderstellung ein, da der SAP Transformationsmarkt hohe Eintrittsbarrieren

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



birgt. Diese Sonderstellung konnte SNP mit einer neu entwickelten Standardsoftware SNP T-Bone weiter festigen.

Projekte im Bereich Unternehmensrestrukturierungen, Übernahmen und Firmenzusammenschlüsse die mit der SNP-Methodik bearbeitet werden, sind deutlich mehr als eine reine Übertragung der Systeme auf die neue Unternehmensstruktur. Den Kunden bietet sich hierbei auch die Gelegenheit, die eigene SAP-Landschaft zu optimieren. Dabei werden Systeme konsolidiert, Datenbestände harmonisiert und Standardisierungen von Prozessen vorgenommen. Mit der SNP BLT-Methode (BLT = Business Landscape Transformation) kommt es, anders als bei den klassischen Migrationsverfahren, kaum zu Einschränkungen in den täglichen Abläufen der Nutzer, da die Software „Near zero-downtime“-Arbeit ermöglicht.

Künftig wird SNP SAP-Transformationen mit der eigenen SNP T-Bone-Lösung abwickeln, die für jeden möglichen Businessfall eine speziell darauf ausgerichtete Unit (System Split, Upgrade oder System Merge) besitzt. Die klassischen Migrationsverfahren, die von den meisten Wettbewerbern genutzt werden, sind in der Regel doppelt so zeit- und arbeitsaufwendig. Durch die einzigartige, automatisierte Analyse der Kundensysteme kann SNP Projektkosten bereits im Vorfeld zuverlässig beziffern.

SNP T-Bone bildet den Einstieg in die produktgestützte Automatisierung von Transformationsprojekten. Die Erfahrungen aus einer Vielzahl von Kundenprojekten sind in diese Lösung eingeflossen, welche nun von Kunden erworben werden kann (Mietlizenzmodell). Der Kunde kann so Transformationsprojekte selbständig bearbeiten. Die entscheidende Einheit zur Durchführung von Upgrade, Split oder Merge ist projektbezogen verwendbar, so dass SNP an jedem Projekt partizipiert. Die Betreuung der Projekte beim Kunden soll über Partner (Systemhäuser, Consultants oder Wirtschaftsprüfer) erfolgen, so dass SNP eine hohe Skalierung ermöglicht wird. Wir gehen davon aus, dass SNP im zweiten Halbjahr erste nennenswerte Umsätze mit SNP T-Bone erzielen wird.

Die weiteren bereits im Markt eingeführten Softwarelösungen adressieren verschiedene Bereiche, weisen aber längst nicht das Marktpotenzial der SNP T-Bone Lösung auf. Die größten Softwareerlöse erzielte SNP bisher im Bereich „Generierung von SAP-Testdaten“ (SNP Data Distillery/TDMS). Da die eigenentwickelte SNP Data Distillery mit der SAP-Lösung TDMS verschmolzen wurde, profitiert SNP bei diesem Produkt von der Vertriebskraft der SAP. Als weiteres Produkt adressiert SNP Dragoman die „Übersetzung von SAP-Customizing-Texten in beliebige Zielsprachen“. SNP Business Landscape Management rundet das Spektrum der angebotenen Produkte und Dienstleistungen ab. Zukünftig soll SNP T-Bone das mit Abstand umsatzstärkste Softwareprodukt der SNP werden.

## Management

Der Vorstand der SNP besteht aus den Gründern Frau Petra Neureither und Herrn Dr. Andreas Schneider-Neureither. Als CEO verantwortet Dr. Schneider-Neureither (Jahrgang 1964) die Bereiche Vertrieb, Beratung, Marketing, Partnermanagement und strategische Entwicklungsprojekte. Die Diplom-

**Optimierung und Zusammenführung von SAP-Landschaften**

**SAP Transformationen mittels SNP T-Bone: Klare Vorteile gegenüber Wettbewerbern**

**SNP T-Bone automatisiert bisherige Change Projekte – Partner übernehmen die Projektbetreuung**

**Software bildet Ergänzung zu den angebotenen Dienstleistungen**

Volkswirtin Frau Neureither (Jahrgang 1967) verantwortet als CFO die Bereiche Finanzen, Personal, Administration und Investor Relations.

**Besetzung des Aufsichtsrates dokumentiert gute Beziehungen zur SAP AG**

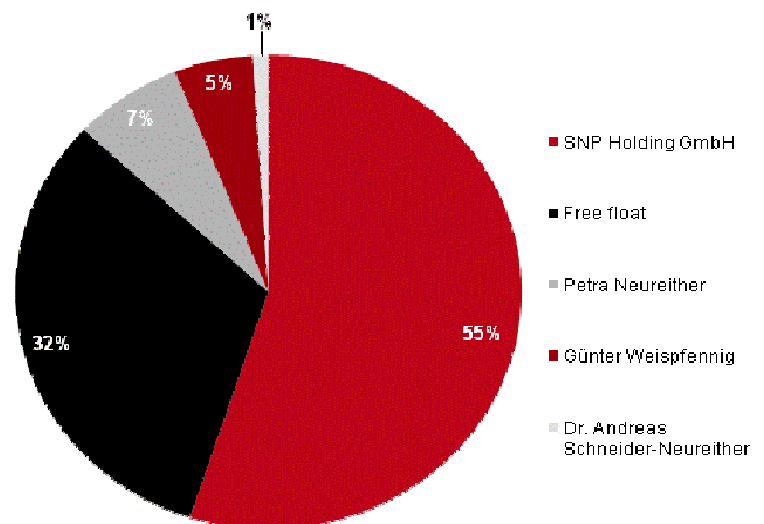
Herr Dieter Matheis führt als Vorsitzender den Aufsichtsrat der SNP. Weitere Mitglieder sind Herr Martin Boll und Herr Rainer Kaiser. Alle Aufsichtsratsmitglieder verfügen über einen ausgeprägten SAP-Hintergrund. Der Aufsichtsratsvorsitzende Dieter Matheis war CFO der SAP AG und gehört dem Aufsichtsrat der SNP AG bereits seit 2002 an. Herr Boll, seit 2004 Mitglied des SNP-Aufsichtsrats, war Manager bei der SAP-Tochter Steeb Anwendungssysteme GmbH. Herr Rainer Kaiser gehört dem SNP Aufsichtsrat seit 2007 an und war zuvor Head of Sales für die Region Deutschland bei der SAP AG. Die Bestellungen aller SNP-Aufsichtsräte laufen bis Mai 2012.

**Gründer weiter maßgeblich am Unternehmen beteiligt**

**Aktionärsstruktur**

Innerhalb des letzten Jahres haben die Unternehmensgründer ihren direkten Aktienbesitz an der SNP reduziert um institutionellen Investoren den Einstieg zu ermöglichen und die Handelbarkeit der Aktie weiter zu verbessern. Die SNP Holding GmbH, die den beiden SNP-Gründern und Vorständen zu 100% gehört, ist mit 55% weiterhin größter Aktionär der SNP. Somit verfügen die Unternehmensgründer zusammen über die absolute Stimmrechtsmehrheit.

**Grafik 02: Aktionärsstruktur der SNP AG zum 04.02.2010**



Quelle: SNP AG

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



## Strategie

Mit der neuen SNP T-Bone-Lösung ist es SNP gelungen, die eigene Projekterfahrung aus über tausend Transformationsprojekten in einer Standardsoftware abzubilden. Diese Strategie der Produktisierung führt zu zwei wesentlichen Vorteilen gegenüber dem bisherigen Vorgehen: Sie entlastet die eigenen Mitarbeiter von wiederkehrenden und zeitintensiven Tätigkeiten und ermöglicht zweitens eine gewisse Skalierung. Die Skalierung geht mit einem höheren Margenniveau einher. Ebenso wie bisher kann SNP über SNP T-Bone seinen Kunden den Projekterfolg garantieren und eine sehr hohe Qualität sicherstellen. Die Lösung wurde zudem durch eine der vier weltweit größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zertifiziert.

Durch die hohe Automation des Transformationsprozesses ist es mit SNP T-Bone möglich und üblich den Kunden nach einer automatisierten Analyse der Kunden-SAP-Systeme einen genauen Kostenrahmen des gewünschten Transformationsprojektes zu nennen. Auch der Zeitrahmen des Projektes kann deutlich präziser eingegrenzt werden, als dies den meisten Wettbewerbern möglich ist. So trägt der Kunde bezogen auf Zeitrahmen, rechtliche Aspekte und Investitionsbudget deutlich geringere Risiken. Auch wenn ein Transformationsprojekt wie bisher als Dienstleistung durch SNP abgewickelt werden soll, kann den Kunden ein Festpreis angeboten werden.

Durch die Akquise von Partnern für den Vertrieb von SNP T-Bone wird sich der Anteil der Software- und Wartungserlöse am Gesamtumsatz in den kommenden Jahren deutlich erhöhen. In 2009 lag der Software- und Wartungsanteil bereits bei 20,9%, obwohl mit SNP T-Bone noch keinerlei Umsätze erzielt wurden. Den Markterfolg von SNP T-Bone vorausgesetzt dürfte der Software- und Wartungsanteil mittelfristig auf ein nachhaltiges Niveau von rund 50% steigen. In großen SNP T-Bone-Neuprojekten werden immer auch SNP-Berater eingesetzt sein, um nah am Markt zu sein und Problemstellungen beheben zu können, die in der Standardlösung noch nicht abgebildet sind. Die Softwarelösung „lernt“ auf diese Weise und wird kontinuierlich ausgebaut.

Direkte Marketing-Maßnahmen für die eigenen Dienstleistungen setzt SNP sehr zielgerichtet ein. So präsentierte SNP die eigene Lösung SNP T-Bone (SNP Transformation Backbone) im Rahmen der diesjährigen SAP World Tour (u.a. 2.3.-5.3.2010 auf der CeBIT/Hannover), um die eigene Zielgruppe der SAP-Großkunden zu erreichen. Weitere Termine der SAP World Tour unter anderem in den USA im Mai 2010, stehen noch bevor. Zudem wird SNP das Vertriebsteam um zwei bis drei Mitarbeiter aufstocken, die sich dem Vertrieb der SNP T-Bone-Lösung widmen. Daneben werden sich SNP-Partner zu einer wichtigen Säule der SNP T-Bone-Marketing-Strategie entwickeln. Die künftigen Partner kommen aus den Bereichen Systemintegratoren, Consultants und Wirtschaftsprüfer und sind so in der Lage SNP T-Bone auf den jeweiligen Entscheidungsebenen ins Gespräch zu bringen. Je nach Ansatz können die Partner als Projektvermittler, Projektmanager oder gegebenenfalls auch als Generalunternehmer aktiv sein. Auf Seiten von SNP wurde die Position eines Partnermanagers eingerichtet, der die großen Partner betreut. Die Schulung und Zertifizierung der Partner wird durch SNP-Mitarbeiter geleistet und von den Partnern vergütet.

**Produktisierung:  
Projekt-Know-how  
skalierbar in SNP T-  
Bone abgebildet**

**Maximale Transparenz  
bei den Projektkosten  
– Festpreisgarantie  
möglich**

**Weitere Erhöhung des  
Softwareanteils**

**Zielgruppengenaue  
Marketingmaßnahmen  
und Schulung von  
Partnern**

## **Vision: SNP T-Bone setzt den Standard im SAP Change Market**

Der Bedarf nach Veränderungen, Optimierungen und Anpassungen von SAP Systemen nimmt mit zunehmender Lebensdauer des Kunden-SAP-Systems kontinuierlich zu. Die Vision der SNP ist es in diesem wachsenden Milliardenmarkt, der höchste Ansprüche an Schnelligkeit und Zuverlässigkeit stellt, mit SNP T-Bone einen neuen Standard zu etablieren. Innerhalb des SAP Transformationsmarktes ist SNP das erste Unternehmen, das den Transformationsprozess vollständig und automatisiert in einer Standardsoftware abgebildet hat. Durch die Automatisierung der Prozesse überzeugt die SNP-Lösung nicht nur bezogen auf Revisionssicherheit und Qualität, sondern ist zudem günstiger als die Angebote der Wettbewerber. Der Erfolg bei der Projektvergabe im SAP Transformationsmarkt hängt jedoch nicht in erster Linie vom Preis, sondern vom Zugang zu den Entscheidern beim Kunden ab. Einen sehr hohen Anspruch setzen die Kunden an die Qualität der Transformation – diese kann SNP über die eigene Lösung garantieren.

## **Hochqualifizierte Mitarbeiter weiterhin zentraler Erfolgsschlüssel**

Auch wenn die Software bzw. SNP T-Bone im Geschäftsmodell zunehmend an Bedeutung gewinnen wird, sind die Mitarbeiter von SNP weiterhin von zentraler Bedeutung. Erfahrung, Fähigkeiten und Qualifikation der Mitarbeiter sind die Erfolgsfaktoren von SNP und werden durch das Unternehmen über regelmäßige Weiterbildungsangebote und betriebsinterne Mitarbeiterförderung unterstützt. Einen Teil des Bedarfs an Hochschulabsolventen deckt das Unternehmen traditionell durch duale Studiengänge ab. Ausdrücklich unterstützt und fördert das Unternehmen Vielfaltigkeit (Diversity), auch als Faktor zur Erreichung der Internationalisierungsziele. Das familiengeführte Unternehmen beschäftigt aktuell 160 Mitarbeiter aus über zehn Nationen (Stand März 2010).

## Marktumfeld

### Allgemeine Marktdaten IT/Software

Das Marktwachstum des deutschen IT-Sektors liegt 2010 nach Schätzungen des Branchenverbandes BITKOM bei 1,4% (Marktvolumen 2010: € 64,4 Mrd.). Gemäß der letzten Schätzung der BITKOM (Februar 2010) ist, bezogen auf den deutschen IT-Servicemarkt, mit einem Wachstum von 2,2% zu rechnen. In 2009 war noch ein Rückgang von 2,5% zu verzeichnen gewesen. Das Volumen des IT-Dienstleistungsmarktes liegt 2010 voraussichtlich bei 32,9 Mrd. und ist damit mehr als doppelt so groß wie das Volumen des IT-Softwaremarktes (2010e: € 14,4 Mrd.). Zwar wird auch der IT Softwaremarkt nach Erwartung der BITKOM in 2010 ebenfalls Wachstum (2010e: 0,9%) zeigen, nach dem Rückgang um 5,2% in 2009 wird es jedoch bis 2012 dauern bis der Markt umsatzseitig wieder das 2008er Niveau erreicht.

**IT-Sektor erholt sich nur allmählich von den Rückgängen in 2009**

Im Vergleich mit den IT-Marktsegmenten Hardware und Software zeigt IT-Services nicht nur in 2010 die kräftigste Erholung, der Bereich verantwortete in 2009 auch den geringsten Rückgang. Im Softwaremarkt bleibt die schnelle Erholung nach Erwartung der BITKOM noch aus. Jedoch lassen sich auch Softwareinvestitionen nicht beliebig hinausschieben – zum Jahreswechsel 2010/2011 ist daher mit kräftigerem Wachstum (2011e: 4,1%) zu rechnen.

**IT-Dienstleistungsmarkt mit der schnelleren Erholung**

**Tabelle 02: Entwicklung der Sektoren des ITK-Marktes**

ITK-Markt	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e
IT-Hardware (in € Mrd.)	19,0	19,3	19,1	17,1	17,1	17,3
Veränderung ggü. Vj.		1,7%	-1,0%	-10,6%	0,2%	1,1%
Software (in € Mrd.)	13,6	14,3	15,0	14,3	14,4	15,0
Veränderung ggü. Vj.		5,5%	4,8%	-5,2%	0,9%	4,1%
IT-Service (in € Mrd.)	29,1	31,3	33,0	32,2	32,9	34,6
Veränderung ggü. Vj.		7,7%	5,4%	-2,5%	2,2%	5,0%

Quelle: BITKOM (Februar 2010)

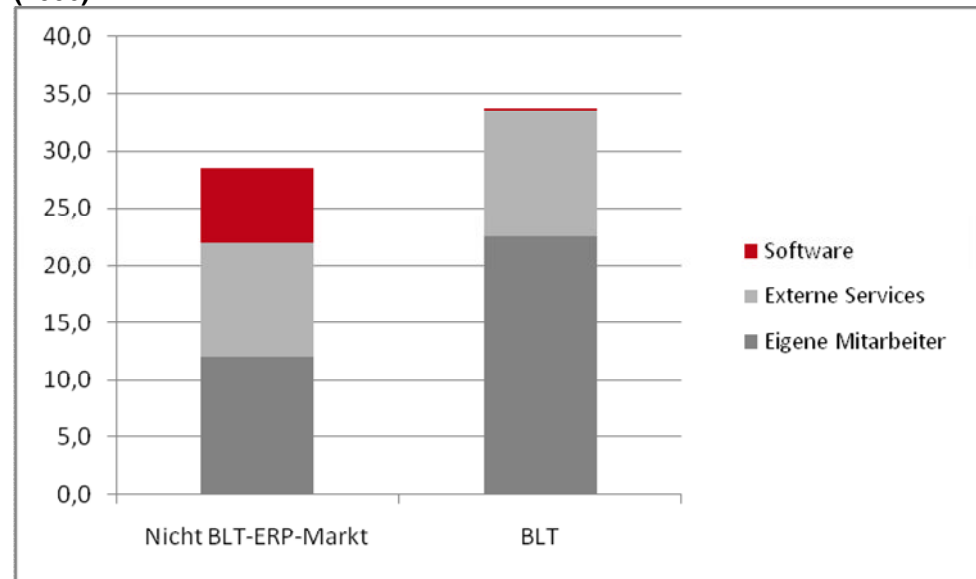
SNP bietet IT-Beratung ebenso an wie eigene Softwarelösungen, jeweils mit starkem SAP-Bezug. Hier besetzt SNP vor allem die „Nische“ der SAP-Transformationsprojekte. Besonders für Großkonzerne, die ständigen Veränderungen unterliegen, ist dies von Bedeutung. Bei einer von infas durchgeführten Befragung von CEOs, CFOs und CIOs räumten in der Größenklasse über 20.000 Mitarbeiter 83% der Befragten IT-Veränderungsprojekten einen sehr hohen Stellenwert und die übrigen 17% einen hohen Stellenwert ein. Bei Unternehmen bis 5.000 Mitarbeitern stellte sich das Ergebnis umgekehrt dar. Drei Faktoren bestimmen den Transformationsmarkt maßgeblich: ein immer knapperer Zeitrahmen, geringere Projektbudgets und die Anforderung an höchstmögliche Umsetzungssicherheit. Auch eine möglichst geringe Downtime ist ein wichtiges Ziel, um die operative Tätigkeit des Unternehmens nicht zu beeinträchtigen. Bei SAP-Transformationen kommt mit der Kombination von technischen und betriebswirtschaftlichen Aspekten ein weiterer Faktor hinzu. Zu all diesen Punkten kann SNP für die SAP-Welt durch einen standardisierten Ansatz überzeugende Lösungsansätze bieten.

**Transformationen der IT-Systeme sind ein Wachstumsmarkt**

**Großes, potenziell adressierbares Marktvolumen vorhanden**

Nach einer Studie der Boston Consulting Group (BCG) im Auftrag der SAP (2007) war der SAP-Transformationsmarkt (BLT-Markt/durch BCG damals als „S-H-K Markt / Standardisierung – Harmonisierung – Konsolidierung“ bezeichnet) mit einem Volumen von \$ 30 Mrd. bis \$ 37 Mrd. in 2006 bereits größer als der übrige ERP-Markt. Der übrige ERP-Markt weist jedoch mehr extern vergebene Aufträge und damit ein größeres durch Dienstleister adressierbares Umsatzvolumen aus.

**Grafik 03: Umsatzaufteilung des SAP-Transformationsmarkt in US\$ Mrd. (2006)**



Quelle: BCG (Es wurden in der Grafik die Mittelwerte der geschätzten Bandbreiten genutzt)

**Noch sehr geringer Softwareanteil bei BLT, Lösungen wie SNP T-Bone könnten das nachhaltig ändern**

Ein Großteil der Dienstleistungen im SAP-Transformationsmarkt wird von eigenen Mitarbeitern (\$ 20 bis \$ 25 Mrd.), also intern erbracht. Externe Dienstleister bringen es auf ein Volumen von \$ 10 Mrd. bis \$ 12 Mrd. SAP-Transformationsmarkt für Software war dagegen nur etwa \$ 100 Mio. bis \$ 300 Mio. groß. Viele im SAP-Transformationsmarkt anfallende Prozesse galten als arbeits- und zeitintensiv, aber ungeeignet um in einem Standardtool abgebildet zu werden. Als Grund wurden die verschiedenen individuellen Gegebenheiten genannt. Jede SAP-Lösung nutzt zwar Standard-Module, ist aber an die Bedürfnisse des jeweiligen Kunden anpasst. SNP hat als weltweit erstes Unternehmen Ende 2009 mit SNP T-Bone eine auf dem eigenen Erfahrungsschatz basierende Lösung vorgestellt, die einen kompletten Transformationsprozess abbildet. Diese Lösung hat – die entsprechende Vertriebskraft vorausgesetzt – das Potenzial den Umsatzmix des BLT-Marktes nachhaltig zu verschieben. Gegenwärtig gibt es im SAP-Transformationsmarkt keine Lösung, die mit SNP T-Bone vergleichbar ist.

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

## Partnerkonzept für SNP T-Bone

Angesichts der potenziell adressierbaren Marktgröße des SAP Transformationsmarktes ist SNP auf Partner angewiesen, die den Markt für SNP T-Bone mit erschließen und auch einfache Transformationsprojekte mit SNP T-Bone eigenständig abwickeln können. Die Partner sollen aus den Bereichen große Systemintegratoren, regionale Systemintegratoren, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Management Consultants stammen. Daneben wird SNP die neue Lösung auch direkt an SAP-Großkunden vertreiben. Kunden, die häufig mit Transformationen umgehen müssen, können Konzernlizenzen erwerben und Projekte intern erledigen. Gegenwärtig werden die meisten Transformationsprojekte durch eigene Mitarbeiter bewältigt. Der nötige Arbeitseinsatz dürfte sich durch SNP T-Bone erheblich reduzieren lassen. Wir halten eine Zeit- und Kostenersparnis von etwa 50% bezogen auf konkrete Kundenprojekte für realistisch. Die nachfolgende Tabelle stellt die Partnerkategorien schematisch dar und gibt Beispiele für Unternehmen dieser Kategorie.

**Marktgröße erfordert Vertrieb über starke Partner**

**Tabelle 03: Partnerkategorien und Beispiele**

	<b>Große Systemadministratoren</b>	<b>Wirtschaftsprüfer</b>
Beispiele:	HP, T-Systems, CSC etc.	KPMG, Deloitte, PWC etc.
	<b>Lokale Systemadministratoren</b>	<b>Management Consultants</b>
Beispiele:	mehrere hundert kleinere Systemhäuser	McKinsey, BCG, Roland Berger etc.

Quelle: BankM Research

Mit der eigenen Lösung eröffnet SNP seinen Partnern ein neues, attraktives Geschäftsfeld. Dabei konzentriert SNP sich auf ERP-Schlüsselmärkte wie Europa, GUS und USA. Da die Nachfrage nach Diensten des SAP-Transformationsmarkts mit zunehmender Lebensdauer der SAP-Systeme zunimmt, sind für SNP besonders die reifen SAP-Endmärkte von Interesse.

**Produktansatz der SNP: Fokussiert auf ERP-Schlüsselländer und -industrien**

Die Partner profitieren von der SNP-Lösung in dreifacher Hinsicht: Die Partner haben:

**Partnerstatus bietet große Vorteile...**

- (1) ein Alleinstellungsmerkmal gegenüber anderen Dienstleistern,
- (2) einen Zugang zu einer neuen Klasse von Kundenprojekten.
- (3) einen Erlösanteil am Verkauf des SNP T-Bone, da sie an den Lizenzerlösen beteiligt sind.

Da im Gegenzug die Partner einen wesentlichen Teil des Vertriebs übernehmen, entsteht eine Win-win-Situation. Für Systemintegratoren kann SNP T-Bone zudem als Türöffner für Outsourcingdienstleistungen fungieren. Sobald SNP erste größere Partner gewonnen hat, dürfte weiteres Interesse seitens potenzieller Partner entfacht werden. Diese werden den neuen Markt ebenfalls betreten wollen – am Ende könnte eine Umwälzung des SAP-Transformationsmarkts stehen, bei dem der Anteil der Softwareumsätze zu Lasten der internen und externen Dienstleistungsumsätze steigt.

## ..dennoch ist mancher Interessent zögerlich

Einige Großunternehmen, insbesondere Management Consultants, könnten beim Eingehen einer Partnerschaft mit SNP zögerlich bleiben, weil sie sich nicht explizit auf eine Lösung festlegen wollen. Diese Unternehmen sind als strategische Berater positioniert, eine Partnerschaft mit einem Anbieter könnte in den Augen der Kunden die Neutralität gefährden.

## Mindestanforderung an die Partner: Drei Projekte pro Jahr

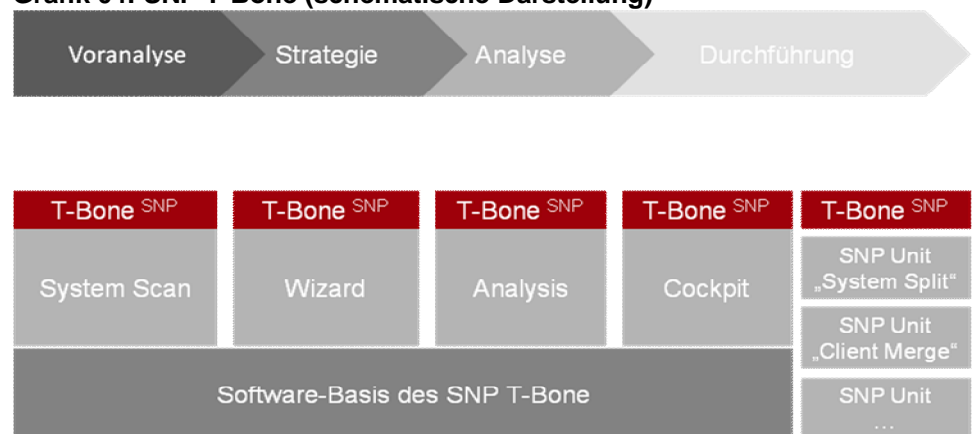
Um die Partner entsprechend zu incentivieren, sind diese nicht allein am Verkaufserlös der Lizenz beteiligt, denn dies könnte zu rein opportunistischen Mitnahmeeffekten führen. Vielmehr wird von den Partnern auch erwartet, dass sie pro Jahr mindestens drei auf SNP T-Bone basierende Transformationsprojekte akquirieren. Von SNP angebotene Schulungen für Partner und Kunden sind auf die typischen Rollen in Transformationsprojekten wie z.B. Project Lead, Business Consultant, Migration Consultant, Technology Consultant und Developer zugeschnitten. Die Kosten für Schulungen und Zertifizierungen sind ebenfalls von den Partnern zu tragen. Hiermit setzt SNP die richtigen Anreize zur Selbstselektion der Partner. Bei Unternehmen, die bereit sind Investitionen zu tätigen, um in einen neuen Markt eintreten zu können, ist die Wahrscheinlichkeit der aktiven und damit erfolgreichen Marktbearbeitung deutlich höher.

## Modulare Lösung: SNP T-Bone Basis und Units für konkrete Aufgabenstellungen

### Einschub: SNP Transformation Backbone (SNP T-Bone)

Der Aufbau der SNP T-Bone Lösung ist modular. Die SNP T-Bone Basis besteht aus verschiedenen Modulen, die das SAP-System des Kunden scannen, analysieren und den Projektumfang bewerten. Diesen Modulen schließt sich eine sogenannte „SNP T-Bone Unit“ an. Die Units sind anders als die übrigen vier Module nur auf eine konkrete Transformationsaufgabenstellung (aus den Kategorien Merge, Split, Harmonization oder Upgrade) ausgelegt. Da die Units projektbezogen benutzt werden, müssen sie bei jedem neuen Projekt erneut erworben werden. Der Kunde erwirbt eine Projektlizenz, deren Mietpreis abhängig von der Projektdauer ist. Im Mietpreis ist immer die Gebühr für die SNP T-Bone Basis enthalten.

### Grafik 04: SNP T-Bone (schematische Darstellung)



Quelle: SNP AG



Mittels der Basis-Module erfährt der Kunde, ob sein Projekt durchführbar ist und mit welchen Kosten er zu rechnen hat. In einem ersten Schritt wird das Kundensystem in einer so genannten „Voranalyse“ mittels System Scan überprüft. Anhand bestimmter Algorithmen bekommt der Kunde nun einen individuellen Fragenkatalog. Diesen benötigt das Programm, um eine genaue Kalkulation erstellen zu können bzw. die Machbarkeit des Projektes zu bestimmen.

**Kunde erhält Aussage zu Machbarkeit und Kostenrahmen**

Wenn der Kunde sich für die Durchführung eines Transaktionsprojektes entscheidet, muss er die entsprechende Unit erwerben. Diese kann er nur für das konkrete Projekt nutzen. Das Cockpit, das ein Bestandteil der SNP T-Bone Basis ist, führt ihn durch die einzelnen Schritte. Diese verlaufen nach festen Regeln. Zuständigkeiten und Zugriffsrechte sind definiert und bestimmte Stufen können erst begonnen werden, wenn andere (hierfür notwendige) Stufen abgearbeitet worden sind. Hierdurch werden Projekterfolg und Compliance gewahrt.

**Projektsteuerung nach festen Regeln**

SNP bietet den Kunden Units an, die jeweils ein Transformationsthema abdecken, für die jeweils auch eigene Trainingsprogramme (Dauer: 2 bis 3 Tage) mit abschließender Zertifizierung angeboten werden. Es ist geplant, nach und nach weitere Units zu entwickeln und den Kunden anzubieten, die über die SNP T-Bone Basis genutzt werden können. Die eintägige Schulung zu den SNP T-Bone Basics ist obligatorisch.

**Ziel: Für jedes Transformationsprojekt die passende Unit**

**Tabelle 04: Die Vorzüge von SNP T-Bone**

Vorteile von T-Bone aus Kundensicht
Standardisiertes Vorgehen
Datenhistorie bleibt erhalten
Bessere Abschätzbarkeit des Zeitrahmens
Bestimmung der Projektkosten im Vorfeld
Compliance-Konformität lässt sich gewährleisten
100%-ige Projektsicherheit
Alle vier Oberkategorien von SAP Transformationsprojekten (Split, Merge, Harmonization und Upgrade) können abgedeckt werden
<b>Quantifizierbarer Erfolg:</b> 50%-ige Reduktion von Projektkosten und Projektdauer

Quelle: SNP, BankM

## **Wesentliche Vorteile: Compliance, kürzere Projektdauer und niedrigere Projektkosten**

Gegenüber dem bisherigen Vorgehen bietet SNP T-Bone den Kunden eine Reihe von Vorteilen, die teilweise bereits angedeutet wurden.

- (1) Als sehr wesentlich ist die Schaffung von Transparenz auf allen Projektebenen zu nennen.
- (2) Ein Transformations-Gedächtnis sorgt für Rekonstruktionsmöglichkeiten.
- (3) Die Compliance wird auf diese Weise gewährleistet.
- (4) Die Prozesssicherheit steigt.
- (5) Die Projektdauer halbiert sich.
- (6) Die Projektkosten reduzieren sich im Mittel um die Hälfte.
- (7) Der Aufwand für das Projekt in zeitlicher und finanzieller Hinsicht lässt sich sehr detailliert im Voraus bestimmen.

## **Großteil der Wettbewerber beherrscht die rein softwarebasierte Transformation nicht**

### **Wettbewerb**

Mit Ausnahme einer eigenen Geschäftssparte der SAP AG erledigen die Wettbewerber von SNP SAP-Transformationsprojekte nicht automatisiert, sondern mit einem sehr hohen manuellen Einsatz mit zusätzlichen hohen Beratungsanteilen. Deshalb sind die bisher meist von namhaften Beratungsgesellschaften und Systemintegratoren abgewickelten Transformationsprojekte mit hohen Kosten für die Kunden verbunden. Zusätzlich entstehen durch den hohen Anteil manueller Tätigkeiten zahlreiche Fehlerquellen. In der Regel lässt sich im Nachgang später nicht mehr nachvollziehen, wer welche Schritte verantwortet hat. Dies hat unter Umständen Auswirkungen auf Compliance-Aspekte und erschwert den Wirtschaftsprüfern die Arbeit (was oft ebenfalls mit Mehrkosten verbunden ist). Großer Vorteil der Anbieter des bisher dominierenden Transformationsprozesses ist der Kundenzugang. Die Beziehung von Systemintegratoren zu den Kundenunternehmen ist oft sehr eng. Außenstehende können diese oft langjährig bestehende Geschäftsbeziehung nur schwer aufbrechen, was die Verbreitung neuer Technologien mitunter erschweren kann.

## **SNP T-Bone könnte aus einigen Wettbewerbern Partner machen**

Mit SNP T-Bone steht den (bisherigen) Wettbewerbern ein Weg offen als Partner von SNP am softwarebasierten Ansatz zu partizipieren. Der Preis hierfür ist die Aufgabe von Umsatz in Einzelprojekten, andererseits aber die Chance (temporär) eine Alleinstellung gegenüber anderen Beratungsgesellschaften zu erhalten und dadurch eine größere Projektanzahl zu akquirieren. Sobald erste Berater die Standardlösung von SNP im Markt stark bewerben, müssen die anderen Beratungshäuser nachziehen, um keine Kunden und Marktanteile zu verlieren.

## **First Mover Vorteil muss genutzt werden**

SNP muss den eigenen Vorteil, als erstes Unternehmen weltweit eine komplett softwarebasierte Standardlösung für den SAP-Transformationsmarkt entwickelt zu haben, in rasche Marktanteilsgewinne umsetzen. Hierzu ist der zügige Aufbau eines internationalen Partnernetzes essenziell. Sollte dies nicht gelingen, ist mit dem Markteintritt von Wettbewerbern zu rechnen, die den Ansatz von SNP imitieren. Nur wenn SNP frühzeitig die wichtigsten strategischen Partner für den SAP-Transformationsmarkt an sich bindet, wird das SNP langfristig die attraktive Margen- und Wachstumsperspektive sichern können.

In unseren Augen besteht die wesentlichste Markteintrittsbarriere für die Wettbewerber im Projekt-Know-how. Bei SNP sind zahlreiche Erfahrungen und deren Lösungen aus hunderten Transformationsprojekten in die standardisierte SNP T-Bone-Lösung eingeflossen. Einem Unternehmen, das in diesen Markt eintreten möchte und technisch in der Lage ist, eine vergleichbare Software zu entwickeln, müsste zusätzlich auch einen entsprechenden Erfahrungsschatz aus Kundenprojekten aufweisen, um bestimmte praxisrelevante Konfliktpotenziale in einer Softwarelösung abbilden zu können. Nur sehr wenige Unternehmen verfügen derzeit im Bereich der SAP-Transformation über einen systematisierten Erfahrungsschatz auf dessen Basis sich eine ähnliche Lösung entwickeln ließe.

Die Eintrittsbarriere in den Markt für eine automatisierte Softwarelösung für SAP-Transformationen besteht gegenwärtig auch noch darin, die neue Technologie bekannt zu machen. Gegenüber weiteren Unternehmen, die mittelfristig in den attraktiven Markt streben, verfügt SNP über den Vorteil einer ausgereiften und auf der Erfahrung hunderter Transformationsprojekte basierenden Software. Wenn es einem Wettbewerber gelingen sollte eine mit SNP T-Bone vergleichbare Software zu entwickeln, dann muss SNP bis dahin eine weitere Eintrittsbarriere – wie z.B. ein etabliertes Partnernetz – aufgebaut haben. Sind die strategischen Partner alle an SNP gebunden, wäre ein Markteintritt für einen weiteren kleineren IT-Dienstleister nahezu unmöglich. Problematisch für SNP könnte dann nur noch der Markteintritt von SAP selbst sein.

## **Markteintrittsbarriere: Projekt-Know-how**

## **SNP kann Markteintrittsbarriere weiter erhöhen**

## Ertrags- und Vermögenslage

### Anwendung der IFRS

Als im General Standard notiertes Unternehmen bucht SNP nach den Vorschriften der „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) und berichtet halbjährlich. Quartalszahlen werden in Form von umfangreichen Zwischenmitteilungen kommuniziert.

### Klare Konzernstruktur

SNP verfügt über eine klare Konzernstruktur. Insgesamt zählt der Konzern vier Tochtergesellschaften. Mit Ausnahme der österreichischen Tochter SNP EINS GmbH (Anteil 85%) besitzt SNP bei allen Tochtergesellschaften 100% der Anteile.

### Geschäftsmodell erlaubt hohe Wachstumsraten

Der Dividendenvorschlag an die Hauptversammlung sieht eine Dividende von € 1,70 für das Geschäftsjahr 2009 vor. Diese setzt sich zusammen aus der regulären Dividende in Höhe von € 1,30 und einer Sonderdividende von € 0,40. Dies entspricht nach dem starken Kursanstieg einer Dividendenrendite von rund 3%. Die Ausschüttungsquote liegt bei rund 56%. Bedingt durch die geringe Kapitalbindung erlaubt das Geschäftsmodell von SNP auch in Wachstumsphasen hohe Ausschüttungsquoten.

## Gewinn- und Verlustrechnung

### Geschäft normalisierte sich im Jahresverlauf

Der Start ins Jahr 2009 verlief noch schwach, dann setzte im Jahresverlauf eine Erholung ein. Umsätze aus zum Jahresanfang verschobenen Projekten konnten jedoch nicht vollständig aufgeholt werden, so dass der Umsatz in 2009 um 3% unter dem Vorjahreswert lag. Die Umsätze aus dem Segment Software legten gegen den Markttrend um 2% zu. Das Segment Software-related-Services schlug sich ebenfalls besser als der Markt und verzeichnete einen nur moderaten Umsatzrückgang von 4%. Der aufgelaufene Auftragsbestand zum Jahresende (31.12.) übertraf mit € 7,5 Mio. den Vorjahreswert von € 4,7 Mio. jedoch wieder deutlich. Der Start in das Geschäftsjahr 2010 hat die Normalisierungstendenzen des Geschäftes bestätigt.

### Margenausbau durch nachhaltige Kostenreduktion und steigende Wartungserlöse

In 2009 gelang SNP durch erfolgreiche Kostensenkungsmaßnahmen und gestiegener Wartungserlöse eine Margenverbesserung von 21,3% auf 23,4%. Das neue EBIT-Margenniveau stufen wir als nachhaltig ein. Da 2009 noch durch Entwicklungskosten für SNP T-Bone belastet war, besteht 2010 sogar die Möglichkeit einer weiteren Margenverbesserung. Richtungsweisend hierfür werden die ersten größeren SNP T-Bone-Projekte sein. Mit ersten nennenswerten Umsätzen durch SNP T-Bone rechnen wir in der zweiten Jahreshälfte.

### F&E-Kosten komplett als Aufwand gebucht

Beim Ansatz der Forschungs- und Entwicklungskosten gemäß IAS 38 wurden, da eine Trennung von Forschungskosten (als Aufwand zu buchen) und Entwicklungskosten (aktivierbar) nicht praktikabel war, die gesamten Kosten als Aufwand gebucht. Die Forschungs- und Entwicklungskosten beliefen sich 2009 auf € 1,812 Mio. (2008: 1,668 Mio.). Der knapp 9%ige Anstieg ist auch auf die Fertigstellung der SNP T-Bone-Lösung zurückzuführen.

Immaterielle Vermögensgegenstände werden je nach Nutzungsdauer abgeschrieben. Die Nutzungsdauer liegt zwischen drei bis zehn Jahren. Geplante Restnutzungsdauern werden mindestens zum Ende des Geschäftsjahres erneut geprüft. Das Sachanlagevermögen umfasst im Wesentlichen die Büroeinrichtung, den Fuhrpark sowie PCs und wird linear über die wirtschaftliche Nutzungsdauer (drei bis 13 Jahre) abgeschrieben. Die Abschreibung beliefen sich in 2009 auf € 0,536 Mio., nach € 0,485 Mio. im Vorjahr. Die Investitionen wurden gegenüber 2008 (€ 1,15 Mio.) deutlich reduziert und lagen in 2009 bei € 0,29 Mio.

**Gesunkenes  
Investitionsvolumen**

## Bilanzstruktur

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zum 31.12.2009 beliefen sich auf € 4,4 Mio. (Vj.: € 5,3 Mio.). Gegen den Trend legten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, die auf Festpreisprojekte zurückzuführen sind, deutlich zu. Ihr Wert erreichte € 1,2 Mio. nach € 0,2 Mio. im Vorjahr. Die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sind von € 0,76 Mio. in 2008 auf € 0,61 Mio. in 2009 zurückgegangen.

**Forderungen aus  
Festpreisprojekten  
gestiegen**

Zum Jahresstichtag wies SNP keinerlei Finanzverbindlichkeiten auf. Da der Cash-flow bei weitem stark genug ist, um den Aufbau bzw. die Koordination des Partnernetzes zu finanzieren, gehen wir davon aus, dass SNP auch weiterhin frei von Finanzverbindlichkeiten bleibt. SNP wies zum Jahresstichtag eine sehr solide Eigenkapitalquote von rund 67,8% auf. Dies stellt eine weitere Steigerung gegenüber 2008 dar, wo der Wert bei 60% gelegen hatte. Angesichts der geplanten Sonderausschüttung sind wir in unserem Modell davon ausgegangen, dass die Zielkapitalstruktur eine Eigenkapitalquote von 60% vorsieht.

**Frei von  
Finanzverbindlich-  
keiten;  
hohe EK-Quote**

## Bewertung

### Schätzungen beinhalten erstmalig SNP T-Bone Erlöse

#### DCF-Modell

In unserem Modell haben wir erstmalig Erlöse aus dem Verkauf der SNP T-Bone Lizenzen berücksichtigt, die jedoch vor allem ab 2011 zum Tragen kommen. Für 2011 haben wir eine Anhebung der EBIT-Marge (um 1,3%-Punkte auf 25%) vorgenommen, da SNP T-Bone-Effekte hier deutlich zum Tragen kommen dürften. Die 2012er Marge sehen wir auf 28% klettern (zuvor: 22,5%). Aus Gründen der Vorsicht und weil Wettbewerber in den Markt eintreten könnten, haben wir ab 2014 mit rückläufigen Margen kalkuliert.

Den risikolosen Zins haben wir im Modell mit 5% angesetzt. Den Risikoauschlag für die schuldenfreie SNP haben wir mit einem Prozent beziffert, während die Risikoprämie des Marktes bei 5% liegt. Bei einem Beta von 1,7 und einer Zielkapitalstruktur mit einer sehr soliden Eigenkapitalquote in Höhe von 60% ergibt sich ein WACC von 10,5%.

Tabelle 05: DCF-Modell

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	23,604	27,097	33,601	40,993	50,011	55,012	60,514	66,565	73,221	80,544
EBITDA	6,019	7,343	10,114	12,339	15,053	14,908	15,189	16,042	16,914	16,189
EBITDA-Marge	25,5%	27,1%	30,1%	30,1%	30,1%	27,1%	25,1%	24,1%	23,1%	20,1%
EBIT	5,523	6,774	9,408	11,478	14,003	13,753	13,918	14,644	15,376	14,498
EBIT-Marge	23,4%	25,0%	28,0%	28,0%	28,0%	25,0%	23,0%	22,0%	21,0%	18,0%
Steuern	1,652	2,032	2,822	3,443	4,201	4,126	4,175	4,393	4,613	4,349
+ Abschreibungen	0,496	0,569	0,706	0,861	1,050	1,155	1,271	1,398	1,538	1,691
- Investitionen	0,543	0,623	0,773	0,942	1,150	1,271	1,398	1,538	1,691	1,861
- Veränderung Working Capital	0,416	0,492	0,967	1,049	1,234	1,358	1,493	1,643	1,807	1,988
Operativer Cash flow	3,408	4,196	5,552	6,904	8,469	8,154	8,122	8,469	8,803	7,992
Diskontierungsfaktor	0,905	0,819	0,741	0,671	0,607	0,550	0,497	0,450	0,407	0,369
Wert operativer Cash Flow heute	3,085	3,437	4,116	4,633	5,143	4,482	4,041	3,813	3,587	2,947
Kum. Wert der operativen CF	56,655									
Barwert des Restwertes	30,015									
Unternehmenswert	86,670									
- Nettoverschuldung	-5,696									
- Anteile Dritter	-0,754									
Wert des Eigenkapitals	93,121									
Fairer Wert je Aktie in €	82,77									
Kurspotential in %	58,3%									
WACC	10,5%									
Langfristige Wachstumsrate	1,0%									

Quelle: BankM Research

### Fairer Wert bei € 82,75 pro Aktie

Aus dem FCF-Modell errechnet sich ein Fairer Wert von € 82,75. Aus Gründen der Vorsicht sind wir für die Jahre nach 2014 von sinkenden EBIT-Margen ausgegangen, obwohl der margenstarke Softwareanteil am Umsatzvolumen weiter steigen wird. Hierin ist eine kleine Bewertungsreserve zu sehen. Auch bei den Zuwachsraten der Umsätze haben wir in Bezug auf SNP T-Bone ein eher vorsichtiges Szenario gewählt.

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



## Peer-Group-Vergleich

Bei der Peer-Gruppen-Zusammensetzung haben wir auch dem Umstand Rechnung getragen, dass SNP zukünftig deutlich stärker als bisher als Softwarehersteller auftreten wird. Wir haben daher auch SAP selbst aufgenommen. Die Software AG hat aufgrund der Übernahme der IDS Scheer ebenfalls einen Umsatzmix aus (SAP-)Beratungsumsätzen und eigener Software im SAP-Umfeld (ARIS). All for One midmarket, Itelligence und Realtech bilden den Bereich der klassischen SAP-Beratungshäuser ab, insbesondere margenseitig ist SNP mit diesen Unternehmen nur noch schlecht vergleichbar. GK SOFTWARE ist ein Softwareanbieter im Bereich Retail und auf Grund dreier Faktoren mit SNP vergleichbar: (1) Die Projektgrößen und die Kundengröße sind im Verhältnis zur eigenen Unternehmen wie bei SNP sehr groß, (2) beide Unternehmen verfügen über Know-how und Software, die ihnen in ihrem Markt eine Alleinstellung bietet. (3) GK SOFTWARE ist zudem jüngst eine Partnerschaft mit SAP eingegangen.

**Peer-Gruppe umfasst SAP-Beratungshäuser und (SAP-affine) Softwarehersteller**

**Tabelle 06: Peer-Gruppen-Bewertung**

	Marktkap. in € Mio.	KGV 2010e	EV/Umsatz 2010	EV/EBITDA 2010	EV/EBIT 2010
All for One	18,7	7,00	0,17	2,47	4,62
itelligence	115,5	10,40	0,39	3,79	6,68
SAP	39788,3	13,67	2,83	10,32	12,54
GK SOFTWARE	91,7	26,85	3,30	14,08	17,84
Software AG	2503,2	10,99	3,03	11,28	12,07
Realtech	35,8	7,10	0,46	6,92	8,75
Mittelwert	7092,2	12,67	1,70	8,14	10,42
SNP	59,2	15,57	2,25	8,83	9,62
Abschlag/Aufschlag		22,9%	32,7%	8,4%	-7,7%
Implizierter fairer Wert in €		47,35	40,10	50,42	59,15
Fairer Wert pro Aktie in €					49,25
Fairer Wert in € Mio.					55,76

Quelle: BankM, JCF

Der Faire Wert von SNP liegt gemäß der gewählten Peer-Gruppe bei € 49,25 pro Aktie. Gemessen an den Bewertungskennziffern grenzt sich SNP klar von den klassischen SAP-Dienstleistern ab. Gemessen am 2010er KGV weist SNP gar den zweithöchsten Wert in der Vergleichsgruppe auf. Der nachstehende Vergleich (Tabelle 07) zeigt warum dies so ist: SNP ist neben SAP und Software AG das einzige Unternehmen mit einer EBIT-Marge oberhalb von 20%. Bezogen auf das erwartete durchschnittliche jährliche Wachstum gehört SNP ebenfalls zu der Spitzengruppe, historisch kann SNP bei der Entwicklung von Umsatz und EPS ebenfalls ergebnisseitig überproportionales Wachstum aufweisen.

**Peer-Gruppen Bewertung sieht den Fairen Wert bei € 49,25**

**Tabelle 07: Peer-Gruppen-Vergleich: Marge und Wachstum**

	EBIT-Marge 2009	CAGR 09-11 Umsatz	CAGR 07-11 Umsatz	CAGR 09-11 EPS	CAGR 07-09 EPS
All for One	1,5	12,80	-11,17	121,02	-39,48
itelligence	5,6	5,89	4,85	13,23	0,62
SAP	24,3	11,99	1,33	22,61	-1,25
GK SOFTWARE	18,5	13,28	22,10	3,84	20,71
Software AG	25,1	5,91	8,13	15,27	23,46
Realtech	4,2	3,07	-1,09	31,25	-15,05
SNP	23,5	10,35	6,10	13,41	26,99
Mittelwert	16,9	8,42	6,91	16,60	9,25

Quelle: BankM, JCF

## Bewertungsfazit

Gewichtet man beide Bewertungsmethoden gleich, so ergibt sich ein Fairer Wert von € 66,00 pro Aktie. Dieser Wert liegt ca. 26% über dem zuletzt stark gestiegenen Kurs (09.04.2010: € 52,28), unsere Empfehlung lautet daher Kaufen.

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

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Mit SNP T-Bone verfügt SNP über eine fertigerentwickelte Lösung, die den SAP-Transformationsmarkt nachhaltig verändern könnte
- Hauptmarkt (SAP-Transformationen) unterliegt nur bedingt Preisdruck
- Der SAP-Transformationsmarkt ist von Konjunkturzyklen weitestgehend unabhängig
- Es bestehen gute Beziehung zu SAP
- Führend im Markt für SAP-Transformationen
- Namhafte Referenzkunden und solide Kundenstruktur
- Aktionärsfreundliche Dividendenpolitik
- Nicht vom Lizenzneugeschäft, sondern von den großen SAP-Bestandskunden abhängig
- Klare Unternehmensstruktur
- TDMS wird durch SAP weltweit vertrieben
- Offene und transparente IR-Politik

### Schwächen

- Hohe Working Capital-Intensität (bedingt durch den Forderungsbestand)
- Um die Abkehr des Kunden von der traditionellen Methodik zu erreichen, muss das strategische Management bei Zielkunden erreicht werden
- SNP muss ein Netzwerk mit strategischen Vertriebspartnern aufbauen
- SNP ist derzeit noch stark von einzelnen Personen, insbesondere den Gründern, Mehrheitsaktionären und Vorständen, Frau Neureither und Herrn Dr. Schneider-Neureither, abhängig
- Geringer Free-float (rd. 32%)
- Da der SAP-Transformationsmarkt nicht den Zyklen des Neulizenzgeschäftes unterliegt, profitiert er nicht von zu erwartenden Nachholeffekten im Lizenzgeschäft

### Chancen

- Sehr großes adressierbares Marktvolumen
- SNP T-Bone könnte sich zu einem Standard bei SAP-Transformationsprozessen entwickeln
- Produktisierung ermöglicht Nutzung von Skaleneffekten
- Festpreispolitik für Kunden insbesondere in unsicheren Zeiten interessant
- Gegenwärtiges Umfeld begünstigt organisches Wachstum und Mitarbeiterrekrutierung (SAP-Fachkräfte)

### Risiken

- Zahlungsausfall eines Kunden hätte wegen der Projektgrößen deutliche Auswirkungen auf die Margenniveaus
- Vertriebs Erfolg von TDMS von SAP abhängig
- Geringe Visibilität beim Softwareabsatz
- Verzögerungen beim Aufbau des Partnernetzwerks

## Tabellenanhang

Konzern Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio. €)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	16,883	20,714	20,166	23,604	27,097	33,601
Veränderung fertige und unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,085	0,109	0,156	0,183	0,210	0,260
Gesamtleistung	16,968	20,822	20,322	23,787	27,307	33,861
Herstellungskosten	-1,791	-1,706	-0,858	-1,705	-1,857	-1,303
Bruttoergebnis	15,177	19,117	19,463	22,082	25,450	32,558
Personalaufwand	-8,282	-10,138	-10,314	-11,536	-13,110	-16,248
Sonstiger betrieblicher Aufwand	-3,477	-4,091	-3,868	-4,527	-4,997	-6,196
EBITDA	3,418	4,889	5,282	6,019	7,343	10,114
Amortisation	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBITA	3,418	4,889	5,282	6,019	7,343	10,114
Abschreibungen	-0,469	-0,486	-0,537	-0,496	-0,569	-0,706
EBIT	2,948	4,403	4,745	5,523	6,774	9,408
Finanzergebnis	0,163	0,106	0,024	0,079	0,100	0,132
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	3,111	4,509	4,768	5,602	6,875	9,540
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,238	-1,490	-1,426	-1,676	-2,057	-2,854
Anteile Fremder	-0,313	-0,041	0,075	-0,125	-0,125	-0,125
Nettoergebnis	1,561	2,978	3,417	3,801	4,693	6,562
Bereinigungen	0,000	0,000	-0,200	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,561	2,978	3,217	3,801	4,693	6,562
Gewichtete Anzahl Aktien	1,124	1,124	1,132	1,132	1,132	1,132
EPS	1,39	2,65	3,02	3,36	4,15	5,80
EPS bereinigt	1,39	2,65	2,84	3,36	4,15	5,80
DPS	1,00	1,15	1,70	1,80	2,10	2,30

Quelle: BankM

Kapitalflussrechnung (in Mio. €)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	2,55	2,16	4,77	4,03	4,92	6,45
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,99	-1,12	-0,23	-0,54	-0,62	-0,77
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	-1,24	-1,22	-1,77	-1,92	-2,04	-2,38
Veränderung der Zahlungsmittel	0,32	-0,17	2,77	1,56	2,25	3,30
Flüssige Mittel am Ende der Periode	3,51	3,32	6,10	7,65	9,91	13,21

Quelle: BankM

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

Bilanzen (in Mio. €)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Anlagevermögen	3,366	3,976	3,672	3,719	3,773	3,840
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,216	2,196	2,129	2,129	2,129	2,129
Sachanlagen	1,104	1,757	1,537	1,584	1,638	1,705
Finanzanlagen	0,046	0,024	0,006	0,006	0,006	0,006
Umlaufvermögen	9,446	9,217	10,526	12,566	15,391	19,807
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	5,058	5,273	4,428	4,910	5,479	6,600
Sonstige Forderungen	0,880	0,619	0,002	0,002	0,002	0,002
Kasse und Wertpapiere	3,507	3,325	6,096	7,655	9,909	13,205
Sonstiges Aktiva	0,406	0,362	0,620	0,620	0,620	0,620
Summe Aktiva	13,218	13,556	14,818	16,905	19,783	24,267
Eigenkapital	6,481	8,277	10,052	12,054	14,834	19,143
Rücklagen	6,249	8,101	10,054	11,931	14,587	18,771
Anteile Dritter	0,232	0,176	-0,002	0,123	0,248	0,372
Rückstellungen	0,446	0,503	0,499	0,518	0,539	0,560
Verbindlichkeiten	6,217	4,664	4,180	4,246	4,323	4,477
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,499	0,196	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten aus LuL	0,724	0,762	0,605	0,671	0,749	0,902
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	4,994	3,706	3,575	3,575	3,575	3,575

Quelle: BankM

Kennzahlen	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	0,85	1,05	1,36	2,25	1,96	1,58
EV/EBITDA	4,20	4,45	5,20	8,83	7,24	5,25
EV/EBIT	4,87	4,94	5,79	9,62	7,84	5,65
P/E berichtet	7,20	7,17	8,03	15,57	12,61	9,02
P/E bereinigt	7,20	7,17	8,53	15,57	12,61	9,02
PCPS	4,69	6,03	7,11	13,71	11,20	8,12
Preis/Buchwert	1,80	2,64	2,73	4,96	4,06	3,15
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
Brutto Marge	89,9%	92,3%	96,5%	93,6%	93,9%	96,9%
EBITDA Marge	20,2%	23,6%	26,2%	25,5%	27,1%	30,1%
EBITA-Marge	17,5%	21,3%	23,5%	23,4%	25,0%	28,0%
EBIT Marge	17,5%	21,3%	23,5%	23,4%	25,0%	28,0%
Vorsteuer-Marge	18,4%	21,8%	23,6%	23,7%	25,4%	28,4%
Netto Marge	9,2%	14,4%	16,0%	16,1%	17,3%	19,5%
ROE	30,2%	40,9%	34,3%	35,5%	35,8%	39,4%
ROCE	65,8%	78,9%	81,8%	102,1%	113,1%	136,5%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	168,8	151,2	139,1	148,5	154,1	171,5
Nettoergebnis/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	15,6	21,7	22,2	23,9	26,7	33,5
Anzahl Mitarbeiter	100	137	145	159	176	196
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	49,0%	61,1%	67,8%	71,3%	75,0%	78,9%
Gearing	-40,5%	-32,7%	-56,7%	-60,0%	-63,8%	-66,6%
Dividendenrendite	10,0%	6,1%	7,0%	3,4%	4,0%	4,4%
<b>Cash flow Kennzahlen</b>						
Cash flow pro Aktie	2,13	3,15	3,41	3,81	4,67	6,44
Free cash flow pro Aktie	1,23	2,21	3,16	3,33	4,12	5,76
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	2,8%	2,3%	2,7%	2,1%	2,1%	2,1%
Capex/Umsatz	6,2%	5,5%	1,5%	2,3%	2,3%	2,3%
Working Capital/Umsatz	25,7%	21,8%	19,0%	18,0%	17,5%	17,0%
Steuerquote	39,8%	33,0%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%

Quelle: BankM

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



## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

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

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

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

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

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

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die SNP Schneider-Neureiher & Partner AG.

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

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Daniel Großjohann; Michael Vara	02.02.2009	Kaufen	€ 29,70
Daniel Großjohann; Michael Vara	08.04.2009	Kaufen	€ 25,30
Daniel Großjohann; Michael Vara	27.04.2009	Kaufen	€ 25,30
Daniel Großjohann; Michael Vara	23.07.2009	Kaufen	€ 29,60
Daniel Großjohann; Michael Vara	22.10.2009	Neutral	€ 46,90
Daniel Großjohann; Michael Vara	03.02.2010	Neutral	€ 46,90

### 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 resultierte eine Änderung.

#### 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:

**13.04.2010**

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

09.04.2010

#### 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 (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen**

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

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

3. Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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 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 – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

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

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

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

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

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

Dieses von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG keine Garantie und 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.

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

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. 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.