

Disclaimer: Das vorliegende Dokument dient ausschließlich der Information. Die Vervielfältigung und Weitergabe von Inhalten im Ganzen oder in Teilen ist nicht gestattet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen. Die Bezugnahme auf unseren Fonds im Rahmen dieser Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen dar. Die bereitgestellten Informationen dienen nur zum Verständnis und sind nicht als Kaufempfehlung gedacht. Die Investmententscheidung wurde grundsätzlich für den internen Gebrauch erstellt und spiegelt ausschließlich die Meinung des Fondsmanagers zum Zeitpunkt des Kaufs (Erstinvestition liegt in der Vergangenheit) wider. Möglicherweise stimmt sie nicht mit Informationen zu einem späteren Zeitpunkt überein.

INVESTMENTENTSCHEIDUNG

Unternehmen	Investmenturteil
SNP Schneider-Neureither SE	Kaufen

02.08.2018

Aktienkurs (Euro)	17,00	Fairer Wert	27,25
Börsenwert (Mio. Euro)	93	Potential (%)	60%

ZUSAMMENFASSUNG

- **SNP ist organisch und über Akquisitionen in den letzten Jahren erheblich gewachsen. Noch im Jahr 2014 lag der Umsatz bei 30 Mio. Euro, im laufenden Jahr wird das Unternehmen rund 140 Mio. Euro erzielen.**
- **Zuletzt hat die Gesellschaft den Kapitalmarkt allerdings mit zwei Gewinnwarnungen überrascht. Dies hat zu einem Kursrückgang von 65% geführt.**
- Die **erste Gewinnwarnung** kam im zweiten Halbjahr 2017, weil bei stark steigenden Umsätzen die Aufwandsquoten sprunghaft angestiegen sind. Zum einen ist der **Personalaufwand** in der bestehenden Gruppe (ohne Akquisitionen) stärker gestiegen als das organische Umsatzwachstum. Das Unternehmen hat offensichtlich viele Mitarbeiter eingestellt, die nicht adhoc produktiv waren (bspw. aufgrund von Schulungen). Zum anderen hat sich der **Aufwand für Fremddienstleister** (als Teil des Materialaufwands) stark erhöht, um das erhöhte Projektvolumen abarbeiten zu können. Es ist zu erwarten, dass sich dies über die nächsten zwölf Monate normalisiert: **Die Auslastung der eigenen Mitarbeiter sollte zulasten des Einsatzes von Fremddienstleistern steigen, wodurch sich die Aufwandsquoten normalisieren sollten.**
- Die **zweite Gewinnwarnung** kam im Juli 2018, weil das Unternehmen in den letzten Monaten durch einen Rückgang des organischen Wachstums getroffen wurde. Kombiniert mit den aktuell erhöhten Aufwandsquoten schlägt dies natürlich umso deutlich bis ins Ergebnis durch. Das Unternehmen hat diesbezüglich im Conference Call zu den Q2-Zahlen aber explizit nicht von einem Marktproblem gesprochen, sondern von einem internen Problem, u.a. durch Anpassungen der Organisationsstruktur, die den Fokus auf Kundengewinnung und Projektmanagement im ersten Halbjahr verwässert haben. Vor diesem Hintergrund erwartet das Unternehmen ein besseres zweites Halbjahr und ein – laut Conference Call – deutlich besseres 2019.
- Die **operativen Reibungsverluste**, die sich durch die beiden Gewinnwarnungen materialisiert haben, kamen für uns **nicht überraschend**. Ein hohes organisches Wachstum, zahlreiche Akquisitionen auf anderen Kontinenten – das erfordert eine enorme Kraftanstrengung, wenn es um den Aufbau und die Harmonisierung von Organisationsstrukturen und Prozessen geht. Das Risiko, dass sich dies durchaus

auch einmal in den operativen Zahlen negativ niederschlagen kann, haben wir gesehen. Dies war auch ein maßgeblicher Grund für den Verkauf unserer SNP-Position im Jahr 2017.

- Gleichzeitig sind das **Geschäftsmodell** und die weiteren **Wachstumsaussichten** aus unserer Sicht nach wie vor voll **intakt**. Es ist eine belastbare Annahme, dass das Beratungsgeschäft in einem wieder eingeschwungenen Zustand EBIT-Margen von 8% bis 10% generieren wird. Hinzu kommt eine EBIT-Marge von (deutlich) > 20% im Software-Segment. **Die Annahme, dass SNP künftig erneut auf Konzernebene eine EBIT-Marge von 10% erreichen wird, ist damit alles andere als aggressiv. In einem solch moderat optimistischen Szenario ergibt sich bereits ein Kurssteigerungspotential von 60%.**
- Wir haben die Belastbarkeit der Bewertung darüber hinaus durch eine **Szenarioanalyse** untersucht. Dabei wurde festgestellt, dass vom aktuellen Kursniveau ausgehend fundamental praktisch kein Verlustrisiko besteht – solange mit Blick auf Wachstum und EBIT-Marge nicht ein Szenario eintritt, dass von der historischen Unternehmensentwicklung im negativen Sinne vollkommen entkoppelt ist. **Aus den operativen Zahlen heraus lässt sich der heutige Kurs aktuell insofern nicht rechtfertigen – unabhängig davon, ob die jüngste Entwicklung tatsächliche nur eine kurzzeitige Delle darstellt oder ob sie möglicherweise doch einige Quartale anhält.**
- Eine Erklärung für das tiefe Kursniveau könnte einzig aus grundsätzlichen Bedenken hinsichtlich der Finanzierung der Gesellschaft abgeleitet werden. SNP hat ein **Schuldscheindarlehen über 40 Mio. Euro** ausstehen, für das **Covenants** vereinbart worden sind. Die Details der Covenants sind nicht bekannt. Naheliegend ist aber, dass diese (auch) an das Ergebnis (EBIT / EBITDA) anknüpfen. Infolge der negativen Ergebnisentwicklung besteht das Risiko, dass es hier zu einem Bruch der Covenants kommt. Das Schuldscheindarlehen ist aktuell mit 1,4% verzinst. Das ist eine derart niedrige Basis, dass hier bei einem Covenantsbruch viel Luft für Anpassungen besteht. **Vor diesem Hintergrund betrachten wir selbst die Risiken, die sich aus einem Covenantbruch ergeben könnten, derzeit als überschaubar.**
- Mit etwa 18% größter Aktionär ist der Dr. Schneider-Neureither, der Vorstand der Gesellschaft. Durch die hohe Beteiligung des Vorstands am Unternehmen ist das Risiko reduziert, dass es auf dem tiefen Kursniveau zu verwässernden Maßnahmen kommt, sofern diese nicht vollends unumgänglich sind. **Interessen von Vorstand und freien Aktionären sind insofern vollständig gleichgerichtet.**

INHALT

Zusammenfassung	1
I. Entwicklung der jüngeren Vergangenheit.....	5
II. Übernahmen: Transaktionen seit dem Jahr 2013	7
1. 2013	7
2. 2015	7
3. 2016	8
4. 2017	9
5. Akquisitionsbedingte Effekte	10
III. Organisationsstruktur	10
IV. Beschreibung der Segmente	11
1. Professional Services.....	11
2. Software.....	11
V. Umsatzentwicklung im Detail	12
VI. Langjährige Ergebnisentwicklung	14
1. Ergebnisentwicklung auf Konzernebene.....	14
2. Ergebnisentwicklung auf Segmentebene.....	15
VII. Entwicklung der Aufwendungen	16
1. Forschung und Entwicklung	16
2. Materialaufwand.....	17
3. Personalaufwand	17
3.1 Neu eingestellte Mitarbeiter	18
3.2 Fremddienstleister	18
4. Sonstiger betriebliche Aufwand.....	19
VIII. Bewertung.....	20
1. Basisszenario.....	20
1.1 Segment Software	20
1.2 Segment Beratung.....	21
1.3 Überleitung	22

1.4 Konzernplanung	22
1.5 Bewertung im Basisszenario	23
2. Szenarioanalyse	23
IX. Bilanz.....	24
1. Vermögen.....	24
2. Finanzierung.....	25
3. Covenants	25
X. Aktie	26

I. ENTWICKLUNG DER JÜNGEREN VERGANGENHEIT

SNP berät Unternehmen bei der Umsetzung von Veränderungsprozessen innerhalb ihrer IT-Landschaft. Dazu setzt das Unternehmen u.a. die Software SNP Transformation Backbone ein, die das Unternehmen auf Basis der Erfahrung von mehr als 7.000 Projekten selbst entwickelt hat. Diese Software ist laut Unternehmen die „einzige Standardsoftware für weitgehend automatisierte Transformationsprozesse von SAP-ERP-Systemen und verkürzt die Projektdauer von Jahren auf Monate“ (siehe Kasten rechts, GB 2017, S. 46). Hinzu kam jüngst die Software CrystalBridge, die das Unternehmen selbst als „Quantensprung“ bezeichnet. Die Software erhöht nochmals den Automatisierungsgrad bei Transformationsprojekten.¹ Sie versetzt den Kunden in die Lage, noch vor Umsetzung einer Transformation das Vorhaben zu visualisieren und zuverlässig zu simulieren (=> Stichwort *blue field* statt *brown* bzw. *green field*).²

Der SNP Transformation Backbone® with SAP LT:

- senkt Projektdauer und -kosten, erhöht die Projektsicherheit und gewährleistet Compliance durch Transparenz auf allen Projektebenen;
- ermöglicht genaue Vorhersagen über das Transformationsprojekt und eine detaillierte Planung des Business-Szenarios – mit sicherer Aufwandsschätzung;
- befähigt IT-Abteilungen großer Unternehmen, ERP Transformationen selbst vorzunehmen;
- begleitet die Transformation von der Planung bis zur Durchführung;
- minimiert die Ausfallzeiten der Systeme;
- erfüllt alle gesetzlichen Anforderungen an die Umstellung von buchhalterisch relevanten Daten;
- ist von zwei der vier weltweit größten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften zertifiziert;
- hat von der SAP SE die Zertifizierung „SAP Certified Powered by SAP NetWeaver“ erhalten.

SNP kommt zum Zuge im Rahmen unternehmensinterne Harmonisierungen von EDV-Systemen oder aber infolge gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen (Übernahmen, Fusionen, Spin Offs).

Darüber hinaus erlebt das Unternehmen durch den Übergang auf die neue SAP-Generation S/4HANA eine Sonderkonjunktur, weil in den kommenden Jahren jeder SAP-Kunde auf S/4HANA umsteigen muss. Durch die eigene SNP-Software können automatisiert die Daten, Prozesse und Schnittstellen erhoben werden. Diese Daten werden in „interaktiven Cockpits“ angezeigt und dokumentiert. Die eigentliche Datenmigration läuft im nächsten Schritt effizient und schnell.³ Die Einführung der neuen SAP Business Suite S4 mit der Datenbank SAP HANA gilt als eine der größten „Update-Offensiven der SAP ERP Welt“.⁴

SNP war bereits im Jahr 2015 mit einer hohen Gewichtung Bestandteil des Portfolios des Fonds Paladin ONE. Damals hatte sich die Gesellschaft strategisch enorm weiterentwickelt durch Übernahmen (GLA, RSP) und durch eine strategische Partnerschaft mit SAP. Hierdurch hatte sich die Marktstellung verbessert, wodurch greifbar war, dass sich die Gesellschaft umsatzseitig in ganz neue Größenordnungen entwickeln würde.

Tatsächlich hat die Gesellschaft in der Folgezeit eine sehr dynamische Umsatzentwicklung gezeigt. Dieser stieg von 30,5 Mio. Euro im Jahr 2014 auf 122 Mio. Euro im Jahr 2017. Erreicht wurde dies durch hohe organische Wachstumsraten und Übernahmen.

Im Frühjahr 2017 haben wir die letzten SNP-Aktien bei Kursen von 48 Euro aus dem Fonds Paladin ONE veräußert. Dieses Kursniveau war damals einzig zu rechtfertigen auf Basis einer Planungsrechnung, die ein weiteres hohes Umsatz- und Ergebniswachstum fortgeschrieben hat. Aus unserer Sicht haben damals die Risiken die Chancen deutlich überwogen. Dies insbesondere, weil wir nach den Jahren extrem hohen Wachstums eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür gesehen haben, dass die neue Unternehmensgröße zur organisatorischen / strukturellen Anpassungen interner Arbeits- und Prozessabläufe führen muss – was bei vergleichbaren Konstellationen in anderen Unternehmen häufig mit Reibungsverlusten verbunden gewesen ist.

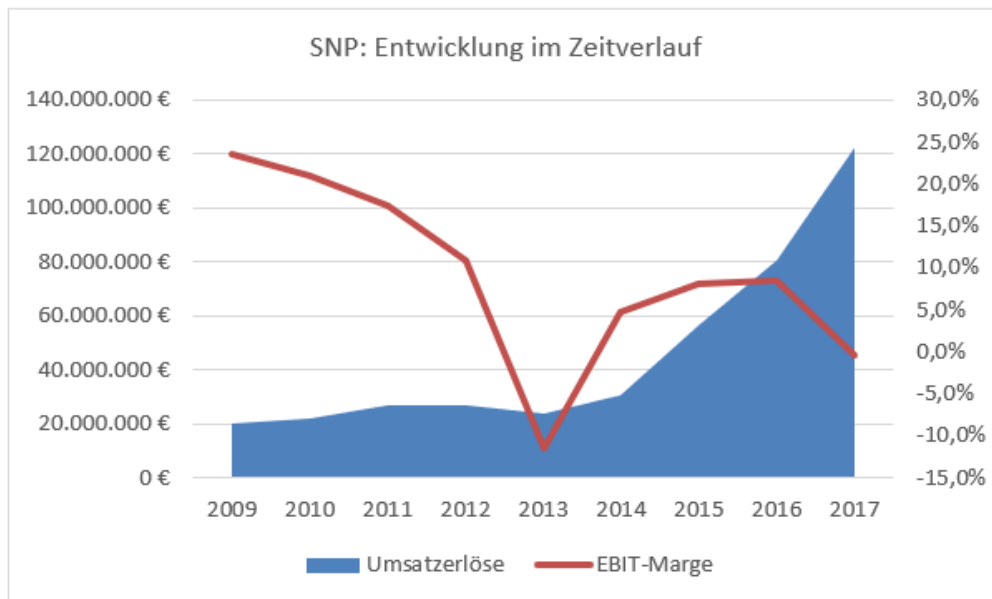
¹ SNP GB 2017, S. 4f

² SNP GB 2017, S. 13

³ SNP GB 2016, S. 19

⁴ SNP GB 2017, S. 5

Zwischenzeitlich hat der Kurs der SNP-Aktie deutlich auf 17,00 Euro nachgegeben. Eingeleitet wurde die Trendumkehr durch eine Prognoseänderung, die das Unternehmen im Oktober 2017 veröffentlicht hat. Hier hat SNP zwar die Umsatzprognose für das Jahr 2017 von zuvor 110 Mio. Euro auf 120 Mio. Euro erhöht, bedingt durch die „unverändert gute Auftrags- und Projektlage“. Gleichzeitig wurde die Ergebnisprognose fühlbar gekappt. Wurde zuvor für 2017 eine EBIT-Marge von 7% bis 12% in Aussicht gestellt, wurde dieser Ausblick nun auf ein „weitgehend ausgeglichenes operatives EBIT“ reduziert. Begründet wurde dies insbesondere durch einmalige Sonderaufwendungen und Wachstumskosten.⁵ Damit ist exakt das eingetreten, was wir bei unserem Verkauf im Frühjahr desselben Jahres antizipiert hatten. Die im Oktober aktualisierte Prognose hat SNP letztlich für das Gesamtjahr 2017 praktisch punktgenau getroffen.



Noch Anfang dieses Jahres hat das Unternehmen für das Geschäftsjahr 2018 ein weiteres Umsatzwachstum auf 150 Mio. bis 155 Mio. Euro und eine verbesserte EBIT-Marge in Aussicht gestellt, die im mittleren einstelligen Prozentbereich liegen soll.⁶ Die weitere Umsatzverbesserung ist zum einen unterlegt durch Akquisitionen aus dem Jahr 2017, die im Jahr 2018 erstmals voll zum Umsatz beitragen werden. Allein hierdurch hat SNP im ersten Quartal 2018 einen Umsatzsprung um 10 Mio. Euro realisieren können.⁷ Für das Gesamtjahr hat SNP aus den in 2017 erworbenen Gesellschaften einen zusätzlichen Umsatzbeitrag von 20 Mio. Euro erwartet. Um die ursprüngliche Unternehmensprognose zu erreichen, hätte das SNP-Kerngeschäft damit um 10 Mio. Euro wachsen müssen.⁸

Gleichzeitig ist das organische Wachstum im ersten Quartal 2018 auf praktisch Null zurückgegangen. Das Unternehmen erklärt dies u.a. durch „kundenseitige Projektverschiebungen und eine damit einhergehende verzögerte Abarbeitung des Auftragsbestands“.⁹

Ende Juli 2018 kam es dann zu einer weiteren Gewinnwarnung. Das Unternehmen geht nun davon von einem Umsatz 135 bis 140 Mio. Euro aus. Die EBIT-Marge wird „im leicht einstelligen negativen Prozentbereich

⁵ SNP PM vom 27.10.2017

⁶ SNP GB 2017, S. 79

⁷ SNP Q1 2018, S. 4

⁸ SNP eMail vom 20.07.2018: Fragen zur SNP-Geschäftsentwicklung

⁹ SNP Q1 2018, S. 4

erwartet“. Das *NON-IFRS* EBIT (hierzu unten mehr) soll ungefähr ausgeglichen sein. Die EBITDA soll im niedrigen (IFRS) bzw. mittleren (*NON-IFRS*) einstelligen Millionenbereich positiv ausfallen.¹⁰

Der Kurs der SNP-Aktie ist hierdurch bis auf 17 Euro gefallen. Vom Hoch hat die Aktie damit in rund einem Jahr etwa 65% verloren.

II. ÜBERNAHMEN: TRANSAKTIONEN SEIT DEM JAHR 2013

Noch im Geschäftsjahr 2014 hat SNP rund 75% des Gesamtumsatzes im DACH-Raum erzielt. Daneben wurden kleinere Umsätze in den USA (2,9 Mio. Euro), Russland (1 Mio. Euro) und Südafrika (0,2 Mio. Euro) erzielt. Die übrigen Umsätze wurden nicht einmal separat aufgeschlüsselt.¹¹ Heute operiert SNP nicht nur mit einer deutlich größeren Umsatzbasis, sondern ist international viel breiter aufgestellt.¹²

Regionen in T€	(Außen-)Umsatz		Langfristige Vermögenswerte		Investitionen	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016
DACH	63.995	59.012	21.594	14.117	9.659	4.957
EMEA	23.612	1.449	29.728	6.613	24.118	6.556
Nordamerika	15.891	13.113	2.849	3.164	563	219
Südamerika	11.972	0	14.756	0	15.807	0
Asien	6.873	7.110	3.272	3.446	128	3.474
Gesamt	122.343	80.685	72.199	27.340	50.275	15.206

Während das Unternehmen noch vor einigen Jahren weitgehend aus Deutschland heraus operiert hat – auch bei den im Ausland erzielten Umsätzen – verfügt die Gesellschaft mittlerweile über operative Strukturen in diversen Ländern. Diese haben sich maßgeblich durch Übernahmen ergeben, die im Folgenden beleuchtet werden. Die Übernahmen dienen ganz wesentlich dem strategischen Ziel, „global lieferfähig“ zu sein.¹³

Die folgenden Abschnitte fassen die wesentlichen (bekanntesten) Informationen zu den Transaktionen zusammen.

1. 2013

GLA (September 2013): Beratungsdienstleister im Bereich der Optimierung und Transformation von ERP-Landschaften auf Oracle-Basis, verfügte über eigenes Oracle-ERP-Transformations-Tool. Die Übernahme hat damit das eigene, SAP-basierte Softwareangebot ideal ergänzt und hat SNP dem Ziel nähergebracht, statt zuvor ausschließlich SAP-to-SAP-Transformationen auch Any-to-Any-Transformationen durch eine eigene Software darzustellen.

2. 2015

RSP Reinhard Salaske & Partner GmbH (RSP, Januar 2015): klassischer SAP-Beratungsdienstleister. Während SNP zuvor im Wesentlichen auf der Ebene der Umsetzung der Transformation beratend und mit der Software tätig war, hat RSP im Rahmen eines Transformationsprozesses den Bereich Prozessberatung abgedeckt. Durch die Übernahme hat SNP somit die eigene Wertschöpfungstiefe in der Beratung erhöht mit dem Ziel, künftig

¹⁰ SNP adhoc vom 25. Juli 2018

¹¹ SNP GB 2014, S. 80

¹² SNP GB 2017, S. 114

¹³ SNP GB 2017, S. 4

früher in Transformationsprojekten involviert zu sein und damit einen noch besseren Zugang zu Kunden zu erhalten.

Im April 2017 wurde die RSP GmbH rückwirkend auf die SNP Transformations Deutschland GmbH verschmolzen.¹⁴

3. 2016

Hartung Consult GmbH und Astrums Consulting PTE. Ltd. (beide Anfang 2016): SNP hat mit Wirkung zum 01. Januar 2016 eine Beteiligung von 51% an der **Hartung GmbH** erworben, die übrigen 49% wurden zum 01. Januar 2018 zu einem bereits vorab definierten Kaufpreis von 1,9 Mio. Euro gekauft.¹⁵ Wirtschaftlich wurden SNP allerdings bereits seit Ende 2016 100% der Anteile unmittelbar zugerechnet, weil seit dem die definitive Verpflichtung zur Übernahme aller Anteile bestand.¹⁶ Die Gesellschaft berät global ausgerichtete Unternehmen bei der Einführung und Harmonisierung von länderübergreifenden IT-Prozessen im SAP-Umfeld. Über eine Hartung-Tochtergesellschaft in Shanghai hat sich SNP direkten Marktzugang in China eingekauft. Im Jahr 2017 wurde die Hartung-Beteiligung in die SNP Transformations GmbH eingebracht und damit mit der ehemaligen RSP GmbH zusammengeführt.¹⁷

Im Januar 2016 hat sich SNP mit 51% an **Astrums Consulting** beteiligt. Im Mai 2017 wurde diese Beteiligung auf 81% ausgebaut, für weitere 19% bestand zum 01. Januar 2018 eine Kaufoption.¹⁸ Die Gesellschaft erbringt Beratung im Umfeld verschiedener ERP-Systeme. Astrums hat den Sitz in Singapur und ist über eine Tochtergesellschaft zudem in Malaysia vertreten. Durch die beiden Übernahmen hat SNP eigene Beratungskapazitäten im asiatischen Raum. Beide Unternehmen mit zusammen etwa 180 Mitarbeitern verfügen zudem laut SNP über „attraktive Kundenlisten und etablierte Partnernetzwerke“. ¹⁹ Oswin Hartung hat infolge der Mehrheitsübernahme seines Unternehmens eine Beteiligung von 3,59% an SNP erhalten. ²⁰ Astrums Consulting wurde zwischenzeitlich in SNP Transformations SEA Pte. Umbenannt.²¹

Für die Beteiligungen an Hartung Consult und Astrums Consulting hat SNP zusammen 4,4 Mio. Euro ausgegeben.²² Hinzu kommen bedingte Kaufpreiszahlungen von 0,6 Mio. Euro (Hartung) bzw. 1,3 Mio. Euro (Astrums).²³ Diese Beträge sind in den sonstigen Verbindlichkeiten enthalten.²⁴

Die SNP Consulting, die RSP und Hartung Consult wurden im Geschäftsjahr 2016 in der SNP Transformations Deutschland GmbH zusammengeführt.²⁵

Harlex Management Ltd. (mit Wirkung zum 01. Oktober 2016): Der Kaufpreis für eine 90%ige Beteiligung betrug 5,5 Mio. Euro.²⁶ Darüber hinaus wurde vereinbart, dass die restlichen 10% der Geschäftsanteile zu einem fest

¹⁴ SNP GB 2017, S. 96

¹⁵ SNP GB 2016, S. 112

¹⁶ SNP GB 2016, S. 59, S. 111

¹⁷ SNP GB 2017, S. 49

¹⁸ SNP GB 2017, S. 96

¹⁹ SNP GB 2015, S. 62, 64, 6, 34

²⁰ SNP GB 2016, S. 33

²¹ SNP GB 2017, S. 96

²² SNP GB 2016, S. 69 (insgesamt für Unternehmenskäufe 9,4 Mio. Euro, hiervon 5,5 Mio. Euro für Harlex Consulting)

²³ SNP GB 2016, S. 111

²⁴ SNP GB 2016, S. 112

²⁵ SNP GB 2016, S. 19

²⁶ SNP GB 2016, S. 69

vereinbarten Kaufpreis zum 01. Oktober 2018 gekauft werden. Aus diesem Grund wird Harlex schon bereits seit Oktober 2016 mit 100% in der SNP-Rechnungslegung berücksichtigt. Harlex ist eine Beratungsgesellschaft im SAP-Umfeld mit dem Fokus auf Durchführung von IT-Datenmigrationsprojekten.

Durch die Harlex-Beteiligung sind 24 Mitarbeiter zur SNP-Gruppe hinzugekommen.²⁷

Die Übernahmen Hartung Consult, Astrums Consulting und Harlex Consulting haben im Geschäftsjahr 2016 insgesamt 10 Mio. Euro zum Umsatzanstieg von insgesamt 24,5 Mio. Euro beigetragen.²⁸ Durch die drei Transaktionen sind insgesamt Geschäfts- und Firmenwerte in Höhe von rund 11 Mio. Euro entstanden.²⁹

4. 2017

Im Geschäftsjahr 2017 hat SNP die **Adepcon Gruppe**, die polnische **BCC Gruppe**, die **ERST GmbH** sowie die Mehrheit an der **Innoplexia GmbH** übernommen. Hierdurch haben sich die Geschäfts- und Firmenwerte stark um 34,5 Mio. Euro auf 56,1 Mio. Euro erhöht.³⁰

An der **Adepcon-Gruppe** hat SNP im ersten Schritt 60% gekauft, die restlichen 40% werden in den drei Folgejahren erworben. Adepcon ist in Südamerika tätig, womit SNP einen weiteren weißen Fleck auf der Landkarte gefüllt hat.³¹ Die neue Beteiligung wurde zum 01. August 2017 erstmals konsolidiert.³² In der Region Südamerika hat SNP (maßgeblich) infolge dieser Übernahme im Geschäftsjahr 2017 einen Umsatz von 12 Mio. Euro erzielt.³³

Zum 01. Mai 2017 wurden 100% an der polnischen **BCC Gruppe** akquiriert. BCC zählt zu den größten SAP-Partnern in Mittel- und Osteuropa und beschäftigt rund 300 Mitarbeiter. Neben der Präsenz in Osteuropa sind weitere Synergiepotentiale identifiziert vor allem in der Softwareentwicklung mit dem Schwerpunkt Softwareapplikationen im SAP-Umfeld. Im Geschäftsjahr 2016 hat BCC einen Umsatz von 20 Mio. Euro sowie eine EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich erwirtschaftet.³⁴

Ebenfalls im Mai 2017 hat SNP die bestehende Beteiligung an der **Innoplexia GmbH** von 20% auf 80% ausgebaut. Das Heidelberger Unternehmen ist spezialisiert auf die Entwicklung von Software und IT-Lösungen für Wettbewerbs- und Marktanalysen. Ziel ist es, die SNP-Transformationssoftware weiterzuentwickeln und auf Basis künstlicher Intelligenz automatisierte Handlungsempfehlungen in Transformationsprojekten zu generieren. Innoplexia hat Ende 2017 29 Mitarbeiter beschäftigt und im Geschäftsjahr 2017 einen Umsatz von 1 Mio. Euro erwirtschaftet. SNP kann die verbleibenden 20% auf Basis einer einseitigen Kaufoption von den Gründern erwerben.³⁵

Zum 01. Oktober 2017 hat SNP 100% an der **ERST European Retail Systems Technology GmbH** mit Sitz in Hamburg erworben. ERST hat sich auf den Transfer von geschäftskritischen Daten in IT-Landschaften spezialisiert.³⁶

²⁷ SNP GB 2016, S. 71

²⁸ SNP GB 2016, S. 65

²⁹ SNP GB 2016, S. 113

³⁰ SNP GB 2017, S. 60

³¹ SNP GB 2017, S. 52

³² SNP GB 2017, S. 57

³³ SNP GB 2017, S. 57

³⁴ SNP GB 2017, S. 50

³⁵ SNP GB 2017, S. 50

³⁶ SNP GB 2017, S. 52

Auf die vier neuen Beteiligungen entfielen im Geschäftsjahr 2017 rund 35 Mio. Euro des gesamten Umsatzanstiegs in Höhe von 41,7 Mio. Euro. Um diesen Akquisitionseffekt bereinigt lag das organische Umsatzwachstum bei 6,7 Mio. Euro bzw. etwa 8%.³⁷ Für die vier Übernahmen und eine Erhöhung der Beteiligung an der SNP Transformations SEA Pte. Ltd. Hat SNP im Jahr 2017 insgesamt 28,8 Mio. Euro investiert.³⁸

5. AKQUISITIONSBEDINGTE EFFEKTE

Seit dem Jahr 2017 (und damit auch rückwirkend für 2016) kommuniziert SNP sogenannte *NON-IFRS*-Ergebnisgrößen. Dies geschieht zusätzlich zu den tatsächlich ausgewiesenen Ergebnissen. Damit möchte das Unternehmen der Tatsache Rechnung tragen, dass die Ergebnisentwicklung durch die zahlreichen Akquisitionen zum einen zunehmend durch einmalige Effekte beeinflusst ist. Zum anderen gehen in die sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen in erhöhtem Maße Währungseinflüsse ein. Diese aus Sicht der Gesellschaft nicht operativen Effekte werden bei der Überleitung zu den *NON-IFRS*-Kennzahlen bereinigt.³⁹

III. ORGANISATIONSSTRUKTUR

SNP verfügt aktuell über folgende wesentliche Tochtergesellschaften:

- **SNP Transformations Deutschland GmbH (100%).** In diese Gesellschaft wurden die RSP GmbH und die Hartung Consult GmbH zusammengeführt. An beiden Gesellschaften hat SNP zwischenzeitlich alle Anteile erworben. Die Zusammenführung erfolgte über einen Asset Deal bzw. eine Verschmelzung, so dass eine vollständige organisatorische Integration umgesetzt wurde.⁴⁰
- **SNP Transformations, Inc. (100%).** Diese Gesellschaft ist verantwortlich für den Vertrieb der SNP-Software und der Beratungsdienstleistungen in den USA.

Zum 01. Januar 2017 wurde zudem die frühere SNP Labs, Inc. auf diese Gesellschaft verschmolzen, die neben SNP-Dienstleistungen zuvor u.a. für die Rekrutierung und Ausbildung von Mitarbeitern in Amerika zuständig war. Durch die Verschmelzung sollen sich „beide Gesellschaften sowohl in der Vertriebs- (...) als auch in der Abwicklung der Projekte noch besser aufeinander abstimmen“.⁴¹

- **SNP Transformations SEA Pte. Ltd (81%).** Hierbei handelt es sich um die akquirierte Astrums Consulting, die umfirmiert wurde.⁴²

³⁷ SNP GB 2017, S. 57

³⁸ SNP GB 2017, S. 62

³⁹ SNP GB 2017, S. 55

⁴⁰ SNP GB 2017, S. 49

⁴¹ SNP GB 2017, S. 49f

⁴² SNP GB 2017, S. 51

IV. BESCHREIBUNG DER SEGMENTE

1. PROFESSIONAL SERVICES

Dieses Segment umfasst die Beratungsdienstleistungen, die SNP im Rahmen von Transformationsprozessen erbringt. Das Unternehmen differenziert in diesem Kontext zwischen den Bereichen Business Landscape Transformation (BLT) und Business Landscape Management (BLM).

Der **Bereich BLT** umfasst klassische Transformationsprojekte, die sich strukturell (Fusionen, Übernahmen, Ausgründungen, Verkäufe) oder getrieben durch die internen IT-Anforderungen (Konsolidierungen, Harmonisierungen, Upgrades => S/4HANA) ergeben. Diese Projekte gliedern sich üblicherweise in die Phasen Strategieberatung, Prozessberatung und Datentransformation. Inbesondere bei der Datentransformation kommt die SNP-eigene Software zum Einsatz.⁴³

Im **Bereich BLM** bietet SNP IT-Prozessberatung an. Zum Einsatz kommt hier insbesondere der SAP Solution Manager. Der Mehrwert von SNP gegenüber anderen SAP-Beratungsunternehmen liegt laut Unternehmen hier in der Erfahrung aus „über 7500 erfolgreich durchgeführten Projekten“, aus denen SNP „eine Vielzahl von Best Practices, Methoden und Erweiterungen zur Optimierung des SAP Solution Managers entwickelt hat.“ Die von SNP entwickelten Erweiterungen des SAP Solution Managers sind wiederum SNP-eigene Softwareanwendungen. Ein wesentlicher Beratungsschwerpunkt stellt in diesem Bereich aktuell das Upgrade auf S/4HANA dar.⁴⁴

2. SOFTWARE

Kernelement der eigenen SNP-Software ist der SNP Transformation Backbone with SAP LT. Diese Software unterstützt sämtliche Schritte eines Transformationsprozesses. Erweitert wurde diese Software zuletzt durch die Crystal Bridge. Diese Applikation ermöglicht es, bestehende Datenstruktur zu analysieren und ggf. so umzugliedern, dass im Rahmen einer automatisierten Datentransformation gleichzeitig eine in Teilen neue Daten- und Prozessstruktur geschaffen werden kann. Ziel ist es, diese Software als Standard für Transformationsprojekte zu etablieren.

Hinzu kommen Add-ons für den SAP Solution Manager, bei denen es sich um funktionale Erweiterungen handelt. Sie dienen dazu, IT-Prozessabläufe zu vereinfachen und die Anwendung benutzerfreundlicher zu machen. Sie lassen sich einfach in die SAP-Umgebung integrieren.⁴⁵

⁴³ SNP GB 2017, S. 43f

⁴⁴ SNP GB 2017, S. 44f

⁴⁵ SNP GB 2017, S. 45ff

V. UMSATZENTWICKLUNG IM DETAIL

Folgende Aufstellung zeigt, wie sich die fulminante Umsatzentwicklung in den letzten Jahren durch organisches Wachstum und Übernahmen ergeben hat:

	2009	2010	2011	2013	2014	2015	2016	2017
Umsatz	20.165 €	22.077 €	26.631 €	23.535 €	30.479 €	56.236 €	80.685 €	122.342 €
Umsatzwachstum		1.912 €	4.554 €	-3.622 €	6.944 €	25.757 €	24.449 €	41.657 €
davon:								
durch Übernahmen*				738 €	2.500 €	8.787 €	10.000 €	35.000 €
organisch		1.912 €	4.554 €	-4.360 €	4.444 €	16.970 €	14.449 €	6.657 €
		9,5%	20,6%	-16,1%	18,9%	55,7%	25,7%	8,3%
Auftragsbestand				10.409 €	11.163 €	20.162 €	39.300 €	61.300 €
in % vom Umsatz des Folgejahres (ohne Übernahmen)				37,2%	23,5%	28,5%	45,0%	40,9%
Auftragseingang						59.200 €	95.500 €	131.000 €
davon Software								16.000 €

* GLA hat lt. GB 2013 im Zeitraum von Sept. bis Dez. 2013 738k Umsatz beigetragen. Für 2014 gibt es im GB 2014 keine Aussage über den erstmaligen Umsatzbeitrag für die Monate Januar bis August. Der Umsatzbeitrag wurde hier deswegen geschätzt.

Es ist gut zu erkennen, wie SNP in den Jahren 2014 bis 2016 organisch stark gewachsen ist. Im Jahr 2017 ist das organische Wachstum fühlbar auf 8,3% zurückgefallen. Laut SNP hängt dies auch damit zusammen, dass sowohl bei den zugekauften Gesellschaften als auch im SNP-Kerngeschäft Kapazitäten integrationsbedingt anders eingesetzt werden müssen. Durch die Integration der Zukäufe kommt es demnach teilweise zu geringeren Beraterumsätzen, da Mitarbeiter Schulungen und Einarbeitungen durchführen.⁴⁶

Im Q1 2018 ist das organische Wachstum sogar auf Null gefallen. Mit dem Q2 2018 musste SNP dann die zweite Gewinnwarnung innerhalb von 12 Monaten veröffentlichen. Die Umsatzprognose wurde damit für das Jahr 2018 auf 135 bis 140 Mio. Euro zurückgenommen (zuvor: 150 bis 155 Mio. Euro). Dies ist zwar gegenüber dem Vorjahresumsatz von 122 Mio. Euro immer noch ein Wachstum.⁴⁷ Berücksichtigt man aber, dass in der ursprünglichen Umsatzplanung ein anorganischer Wachstumsbeitrag aus Übernahmen aus dem Jahr 2017 in Höhe von 20 Mio. Euro enthalten war⁴⁸, impliziert die neue Prognose ein organisches Wachstum, das im besten Fall an der Nulllinie kratzt.

Mit Blick auf den Auftragsbestand ist zu erkennen, dass die Aufträge, die das Unternehmen zum Bilanzstichtag in den Büchern hat, regelmäßig kaum ausreichen, um den Umsatz im Folgejahr abzudecken. Der Anteil des Auftragsbestands am Umsatz des jeweiligen Folgejahres (bereinigt um Umsatzbeiträge von Übernahmen) lag im Durchschnitt über die letzten Jahre bei 35%. Das heißt im Umkehrschluss, dass der größte Umsatzbeitrag durch tendenziell kurzfristig gewonnene und auch relativ zeitnah abgewickelte Projekte generiert wird.

Der Auftragseingang im Jahr 2016 war positiv beeinflusst durch einen Großauftrag durch den US-amerikanischen IT-Konzern Hewlett-Packard und einen weiteren Großauftrag aus der US-amerikanischen Chemieindustrie. Diese Aufträge kamen bis in das Jahr 2017 zur Abarbeitung.⁴⁹ Diese Leuchtturmprojekte haben geholfen, weitere rund 80 Transformationsprojekte bei „anderen namhaften amerikanischen Konzernen“ durchzuführen.

Folgende Tabelle gliedert die Umsatzerlöse nochmals nach den verschiedenen Segmenten auf:

⁴⁶ eMail Herr Wiskow vom 20.07.2018

⁴⁷ SNP Adhoc vom 25. Juli 2018

⁴⁸ SNP eMail vom 20. Juli 2018: Fragen zur SNP-Geschäftsentwicklung

⁴⁹ SNP GB 2017, S. 67

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Umsatzerlöse	27.157.130 €	23.535.509 €	30.479.923 €	56.236.203 €	80.685.261 €	122.342.803 €
davon						
Professional Services	20.164.804 €	18.696.411 €	22.742.474 €	46.868.314 €	66.640.120 €	98.332.742 €
% vom Umsatz	74,3%	79,4%	74,6%	83,3%	82,6%	80,4%
Lizenzen	5.345.696 €	4.035.509 €	6.401.079 €	7.437.286 €	11.982.350 €	19.098.562 €
% vom Umsatz	19,7%	17,1%	21,0%	13,2%	14,9%	15,6%
Wartung	1.646.630 €	803.588 €	1.336.369 €	1.930.602 €	2.062.791 €	4.911.498 €
% vom Umsatz	6,1%	3,4%	4,4%	3,4%	2,6%	4,0%

Das zuletzt erhebliche Wachstum im Bereich Professional Services ist stark akquisitionsgetrieben. Gleichzeitig war das organische Wachstum rückläufig und lag im Geschäftsjahr 2017 „lediglich“ bei 9% (+5,9 Mio. Euro) nach 26% (+14,4 Mio. Euro) im Vorjahr.⁵⁰

Im Jahr 2015 hat das Unternehmen kommuniziert, die wiederkehrenden Wartungs- und Lizenzerlöse steigern zu wollen und skalierbare Umsätze über Software-Vertrieb zu erzielen. Hierdurch sollte die enorme Abhängigkeit vom personalintensiven (und damit fixkostengeprägten) Beratungsgeschäft reduziert werden.⁵¹

Wie die obige Aufstellung zeigt, haben sich die Lizenz- und Wartungserlöse in absoluten Zahlen stark erhöht über die letzten Jahre. Etwas relativiert wird diese Betrachtung allerdings dadurch, dass insbesondere durch die Akquisitionen im Q3 2017 auch Softwareerlöse für Fremdlizenzen hinzugekommen sind. So enthalten die 19,1 Mio. Euro Lizenzerlöse im Jahr 2017 immerhin 5,9 Mio. Euro für Fremdlizenzen. Die Wartungserlöse betreffen mit immerhin rund 1,1 Mio. Euro Fremdlizenzen.⁵²

Größter Umsatzträger bei den Eigenprodukten blieb der SNP Transformation Backbone with SAP LT. Das Produkt hat inklusive Wartung 10,4 Mio. Euro (Vorjahr 9,5 Mio. Euro) zum Umsatz beigetragen. Das sind 67% des gesamten Umsatzes der Eigenprodukte.⁵³

Bereinigt um Fremdlizenzen lagen die Umsatzerlöse mit der SNP-eigenen Software damit im Jahr 2017 bei rund 17 Mio. Euro. **Das sind rund 13,9% der gesamten Umsatzerlöse. Damit konnte SNP zumindest bis heute das strategische Ziel, die Abhängigkeit vom (volatileren) Beratungsgeschäft durch zunehmende Umsätze mit eigener Software zu reduzieren, nicht erreichen. Die hohe Abhängigkeit vom Beratungsgeschäft ist damit nach wie vor gegeben.** Das Unternehmen zieht diesbezüglich selbst das Fazit, dass man bei den Softwarelizenzumsätzen mit SNP-Eigenprodukten noch nicht da sei, wo man hinwolle.⁵⁴

Ganz offensichtlich wird die SNP-Software nach wie vor primär verkauft über ein konkretes Transformationsprojekt, das SNP in der Beratung betreut. **Der von der Beratung unabhängige Verkauf der Software konnte offensichtlich bisher nicht signifikant aufgebaut werden.**

Im Geschäftsjahr 2018 sollte der Anteil der Beratungsumsätze eigentlich zugunsten der Softwareumsätze auf 76% zurückgehen.⁵⁵ Bei einem ursprünglich geplanten Umsatz von 150 Mio. Euro (am unteren Ende der geplanten Umsatzerlöse) wäre dies gleichbedeutend mit einem sprunghaften Anstieg der Softwareerlöse auf 36 Mio. Euro. Ganz offensichtlich ergibt sich dieser Umsatzsprung aber eben auch durch unterjährig in 2017 mittelbar erworbene Fremdlizenzumsätze, die im Geschäftsjahr 2018 voll zum Tragen kommen. **Daneben kommt an dieser Stelle ein Wehrmutstropfen durch die jüngste Gewinnwarnung, weil diese gerade auch durch unter den Erwartungen liegenden Umsätze mit Eigensoftware ausgelöst wurde.**

⁵⁰ SNP GB 2017, S. 57

⁵¹ SNP Präsentation 2015

⁵² SNP eMail vom 20.07.2018 zur Umsatzentwicklung, SNP GB 2017, S. 57

⁵³ SNP GB 2017, S. 58

⁵⁴ SNP GB 2017, S. 6

⁵⁵ SNP GB 2017, S. 79

Anzumerken ist an dieser Stelle ein ganz grundsätzlicher Aspekt: Der Abschlussprüfer kommt für das Geschäftsjahr 2017 zu dem Ergebnis, dass das Risiko besteht, dass die ausgewiesenen Umsatzerlöse aus dem Beratungsgeschäft nicht realisiert worden sind.⁵⁶ Dies bezieht sich insbesondere auf langfristige Projektaufträge. Hier wird der Fertigstellungsgrad und damit der Umfang der Umsatzrealisierung festgestellt, indem die geleisteten Arbeitsstunden den erwarteten Arbeitsstunden des Projekts gegenübergestellt werden. Die insgesamt erwarteten Stunden für die Fertigstellung des Projekts sind dabei natürlich eine Schätzgröße.

Nimmt ein Projekt mehr Zeit in Anspruch, gibt es einen sogenannten Change Request. Hier muss SNP belegen, dass ein etwaiger Mehraufwand (bspw. aufgrund von veränderten Anforderungen im Laufe des Projekts) auf den Kunden zurückzuführen ist. Gelingt dies, trägt der Kunde den Mehraufwand. Wenn nicht, geht dies zu Lasten von SNP.⁵⁷ SNP hat zum 31. Dezember 2017 Forderungen aus Lieferung und Leistungen in Höhe von 41,9 Mio. Euro ausgewiesen. Hiervon sind rund 9 Mio. Euro auf langfristige Projektaufträge entfallen.⁵⁸ Dies sind rund 7% vom Gesamtumsatz für alle langfristigen Projekte. Das Risiko aus einem Einzelprojekt sollte insofern überschaubar sein.

VI. LANGJÄHRIGE ERGEBNISENTWICKLUNG

1. ERGEBNISENTWICKLUNG AUF KONZERNEBENE

Bevor im weiteren Verlauf die einzelnen Aufwandsposten betrachtet werden, soll an dieser Stelle kurz die EBIT-Entwicklung über die letzten Jahre aufgezeigt werden. Auf diese Weise soll ein Gesamtbild über die Unternehmensentwicklung gegeben werden, bevor in die Details eingetaucht wird.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Umsatzerlöse	27.157.130 €	23.535.509 €	30.479.923 €	56.236.203 €	80.685.261 €	122.342.803 €
EBIT	2.951.423 €	-2.714.333 €	1.438.687 €	4.577.718 €	6.856.851 €	-508.169 €
EBIT-Marge	10,9%	-11,5%	4,7%	8,1%	8,5%	-0,4%

Es ist gut zu erkennen, dass es SNP seit dem Jahr 2014 gelungen ist, nicht nur umsatzseitig stark zu wachsen, sondern dass dies auch mit einer steigenden Profitabilität einherging. Dies nicht nur absolut, sondern auch relativ gemessen an der EBIT-Marge.

Im Jahr 2017 ist das Ergebnis dann jedoch eingebrochen und war auf EBIT-Ebene sogar leicht negativ. Dies war auch bedingt durch einmalige akquisitionsbedingte Effekte und per Saldo negative Währungseinflüsse, die keinen operativen Charakter haben. Bereinigt um diese Effekte lag das *NON-IFRS*-EBIT zumindest bei 4,7 Mio. Euro.⁵⁹ Hieraus errechnet sich eine *NON-IFRS*-EBIT-Marge von 3,8%.

Die ursprüngliche Planung für das Geschäftsjahr 2017 ging für das EBIT von einer Bandbreite zwischen 7 bis 12 Mio. Euro aus.⁶⁰ Dies belegt deutlich, dass nicht nur die Einmaleffekte für die schwache Ergebnisentwicklung im Jahr 2017 verantwortlich waren. Vielmehr kam es – ganz offensichtlich durch das extrem organische und anorganische Wachstum seit 2015 – im Geschäftsjahr 2017 zu operativen Reibungsverlusten und Ineffizienzen. Diese werden unten bei der Diskussion der einzelnen Aufwandsposten im Detail beleuchtet.

⁵⁶ SNP GB 2017, S. 138

⁵⁷ SNP eMail vom 20.07.2018 zur Umsatzrealisierung bei langfristigen Projektaufträgen

⁵⁸ SNP eMail vom 23.07.2018 zur Umsatzrealisierung bei langfristigen Projektaufträgen

⁵⁹ SNP GB 2017, S. 55

⁶⁰ SNP GB 2017, S. 56

2. ERGEBNISENTWICKLUNG AUF SEGMENTEBENE

Die Segmentberichterstattung hat zuletzt leider einen maßgeblichen Teil ihrer Aussagekraft verloren. Dies zum einen, weil das Unternehmen im Geschäftsjahr 2017 die Zuordnung von Aufwendungen auf die Segmente „angepasst“ hat, womit sich ein Bruch in der Betrachtung gibt. Zum anderen aber auch, weil sich die Struktur der Segmente durch die jüngsten Übernahmen fühlbar verändert hat. Beide Effekte werden im Folgenden kurz beleuchtet.

Folgende Tabelle zeigt die langfristige Erlös- und EBIT-Entwicklung im Segment Beratung. Die Jahre 2009 und 2010 einmal ausgeblendet, weil das Unternehmen damals noch ein vollkommen anderes war, lässt sich festhalten: **In guten Jahren, in denen – wie 2015 und 2016 – alles rund läuft, erzielt die Gesellschaft in der Beratung eine EBIT-Marge von 9% bis 10%. Durch die veränderte Zuordnung von Aufwendungen, die rückwirkend ab dem Jahr 2016 angewendet wurde, ist mehr als 1%-Punkt verlorengegangen.**

Professional Services (vor 2012: Software-related Services)	angepasst									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016	2017
Außenumsatz	15.952 €	16.151 €	19.139 €	20.165 €	18.696 €	22.784 €	46.868 €	66.640 €	66.640 €	98.333 €
Anteil am Gesamtumsatz	79,1%	73,2%	71,9%	74,3%	79,4%	74,7%	83,3%	82,6%	82,6%	80,4%
EBIT	2.192 €	2.110 €	1.557 €	1.634 €	-1.160 €	1.162 €	4.936 €	6.003 €	4.938 €	276 €
	13,7%	13,1%	8,1%	8,1%	-6,2%	5,1%	10,5%	9,0%	7,4%	0,3%

Im Jahr 2017 ist die Marge drastisch eingebrochen. Die Gründe hierfür werden unten bei der Analyse der einzelnen Aufwandsposten herausgearbeitet.

Die Software-Umsätze sind zuletzt stark gestiegen. Dass dies insbesondere im Jahr 2017 auch maßgeblich durch zugekaufte Umsätze mit Fremdlizenzen erreicht wurde, wurde oben bereits gezeigt.

Software	angepasst									
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2016	2017
Außenumsatz	4.214 €	5.926 €	7.492 €	6.992 €	4.840 €	7.736 €	9.368 €	14.045 €	14.045 €	24.010 €
Anteil am Gesamtumsatz	20,9%	26,8%	28,1%	25,7%	20,6%	25,3%	16,7%	17,4%	17,4%	19,6%
davon SNP Transformation Backbone				4.900 €	3.600 €					
Anteil				70,1%	74,4%					
EBIT	2.397 €	3.566 €	4.549 €	3.080 €	580 €	1.787 €	2.290 €	3.090 €	5.927 €	4.902 €
	56,9%	60,2%	60,7%	44,1%	12,0%	23,1%	24,4%	22,0%	42,2%	20,4%

Die EBIT-Marge im Softwarebereich ist über lange Jahre ein Spiegelbild der Forschungs- & Entwicklungsaufwendungen gewesen. Subtrahiert man oben den oben ausgewiesenen Umsatzerlösen die F&E-Aufwendungen (unten im Detail analysiert), ergibt sich fast passgenau das oben ausgewiesene EBIT. Erst mit der Anpassung der Zuordnung der Aufwendungen für das Geschäftsjahr 2016 funktioniert diese Systematik nicht mehr.

Auffällig ist der starke Margenrückgang im Geschäftsjahr 2017 (trotz umgestellter Aufwandszurechnung). Hier schlägt sich offensichtlich der sprunghaft erhöhte Anteil der Erlöse mit Fremdlizenzen nieder, denen entsprechender Materialaufwand gegenübersteht. Ohne den akquisitionsbedingten Umsatzbeitrag von Fremdlizenzen hätte SNP in 2017 durch rein organisches Wachstum bei der eigenen Software lediglich einen Umsatz von 14,8 Mio. Euro erzielt (+5,7%).⁶¹

Wir unterstellen für die kommenden Jahre, dass SNP im Segment Software insbesondere die Erlöse mit SNP-eigener Software ausbaut und die Umsatzerlöse mit Fremdlizenzen auf einem stabilen Niveau verbleiben. Da der F&E-Aufwand deutlich weniger stark wächst (siehe unten), ergeben sich fühlbare Skaleneffekte, die auf Segmentebene zu einer schnell steigenden EBIT-Marge führen. **In einer Simulation ist zu sehen, dass dies im Segment Software zu einem Anstieg der EBIT-Marge auf >40% im Jahr 2021 führen kann.**

⁶¹ SNP GB 2017, S. 56

Weiterhin verbucht das Unternehmen nicht segmentbezogene Aufwendungen. Hierbei handelt es sich um Tätigkeiten wie Finanz-, Rechnungs- und Personalwesen sowie interne IT-Dienstleistungen.⁶² Diese haben sich durch die Neuverteilungen der Aufwendungen auf die Segmente rückwirkend zum Jahr 2016 fühlbar erhöht.

Überleitung	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	angepasst 2016	2017
EBIT-Summe Segmente	4.589 €	5.676 €	6.106 €	4.714 €	-580 €	2.949 €	7.226 €	9.093 €	10.865 €	5.178 €
nicht segmentbezogene Aufwendungen	0 €	-1.153 €	-1.766 €	-1.986 €	-2.339 €	-2.080 €	-2.916 €	-2.894 €	-4.009 €	-5.685 €
nicht segmentbezogene Beträge										
sonstige betriebliche Erträge	156 €	119 €	334 €	250 €	240 €	607 €	321 €	753 €		
sonstige Steuern	-18 €	-20 €	-25 €	-27 €	-35 €	-37 €	-54 €	-95 €		
EBIT-Summe Segmente	4.727 €	4.622 €	4.649 €	2.951 €	-2.714 €	1.439 €	4.577 €	6.857 €	6.856 €	-507 €
EBIT-Marge	23,4%	20,9%	17,5%	10,9%	-11,5%	4,7%	8,1%	8,5%	8,5%	-0,4%

Dies von aus der Segmentberichterstattung abgeleitet, werden im Folgenden die Aufwandsposten im Detail betrachtet.

VII. ENTWICKLUNG DER AUFWENDUNGEN

1. FORSCHUNG UND ENTWICKLUNG

SNP entwickelt kontinuierlich die eigenen Softwareapplikationen weiter. **Der hierdurch entstehende Aufwand wird praktisch nicht aktiviert, sondern wird ergebniswirksam in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.** Erstmals im Jahr 2017 wurde ein Betrag von knapp 0,2 Mio. Euro über die aktivierten Eigenleistungen bilanziell erfasst. Ende 2017 arbeiteten 91 Mitarbeiter in der Entwicklung (2016: 43).⁶³

SNP berichtet nach dem Gesamtkostenverfahren. Aus diesem Grund sind die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung nicht explizit aus der Gewinn- und Verlustrechnung ablesbar. Allerdings berichtet die Gesellschaft über die Entwicklung der F&E-Quote gemessen am Umsatz. Hieraus wiederum lassen sich die F&E-Aufwendungen leicht quantifizieren:

Forschung & Entwicklung	2013	2014	2015	2016	2017
Umsatz	23.535 €	30.479 €	56.236 €	80.685 €	122.342 €
F&E-Aufwand	4.260 €	5.943 €	7.142 €	10.973 €	14.000 €
Anteil am Umsatz	18,1%	19,5%	12,7%	13,6%	11,4%
davon Personal*	2.326 €	3.246 €	3.900 €	4.700 €	7.200 €
Anteil am Gesamtaufwand	54,6%	54,6%	54,6%	42,8%	51,4%

Der F&E-Aufwand hat sich über die letzten Jahre in absoluten Zahlen stark erhöht. Bei deutlich stärker steigenden Umsätzen hat sich die Quote gemessen am Umsatz aber fühlbar reduziert. Seit dem Jahr 2013 hat sich hierdurch eine Margenverbesserung von fast 7% ergeben.

* Für die Geschäftsjahre 2015 - 2017 vom Unternehmen quantifiziert
(Mail vom 31.07.18 - Engpassfrage), für die übrigen Jahre analog geschätzt

Seit 2013 hat SNP durch eine Kostendegression über den F&E-Aufwand 7% an Profitabilität gewonnen. Bei künftig weiter steigenden Umsätzen sollte über diesen Effekt eine weitere Margenverbesserung möglich sein.

Der F&E-Aufwand betrifft das Segment Software und wird insofern bei der Betrachtung der Segmente nochmals im Detail analysiert.

⁶² SNP GB 2017, S. 56

⁶³ SNP GB 2017, S. 49

2. MATERIALAUFWAND

Im Materialaufwand verbucht SNP zum einen Aufwand für **Maintenance-Leistungen**. Zum anderen sind hier Aufwendungen für **Lizenzen für Fremdsoftware** enthalten. Beide Positionen sind erstmals im Jahr 2017 akquisitionsbedingt hinzugekommen. Beide Posten sind dem Segment Software zuzuordnen.

Darüber hinaus verbucht SNP im Materialaufwand **Aufwand für externe Dienstleister**, die für die Abwicklung von Projekten mangels ausreichend eigener Ressourcen hinzugezogen wurden. Historisch betrachtet haben diese externen Dienstleister eine eher untergeordnete Rolle gespielt. Die gute Auftragslage seit dem Jahr 2015 hat dazu geführt, dass sich dieser Aufwandsposten allerdings deutlich erhöht hat. Dieser Posten ist dem Segment Beratung zuzuordnen.

Materialaufwand	2013	2014	2015	2016	2017
Materialaufwand	1.114 €	1.358 €	6.792 €	8.276 €	19.214 €
% vom Umsatz	4,7%	4,5%	12,1%	10,3%	15,7%
davon:					
Segment Software					
Aufwand für Maintenance*	0 €	0 €	0 €	0 €	2.600 €
Lizenzen für Fremdsoftware*	0 €	0 €	0 €	0 €	3.000 €
Segment Beratung:					
Einsatz von Fremddienstl.*	1.114 €	1.358 €	6.792 €	8.276 €	13.614 €

** Für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 vom Unternehmen quantifiziert (Mail vom 31.07.18 - Engpassfrage) 2013 und 2014 analog angesetzt*

Es liegt insofern nahe, den Materialaufwand als Ganzes nicht als feste Quote vom Umsatz zu betrachten. Dies ist lediglich für die Posten Maintenance und Fremdsoftware sachgerecht, die im Segment Software direkt an den Erlösen mit Fremdsoftware hängen. Beides zusammen macht rund 80% der Erlöse mit Fremdlizenzen aus.

Der Aufwand für Fremddienstleistern muss dagegen eher im Kontext mit der Entwicklung der Beratungserlöse und dem Personalaufwand betrachtet werden – dies erfolgt im nächsten Abschnitt.

3. PERSONALAUFWAND

Das Geschäftsmodell von SNP ist – wie bei der Betrachtung der Umsatzerlöse schon herausgearbeitet – stark vom Personaleinsatz abhängig. Insbesondere in der Beratung hängt das Unternehmen maßgeblich vom Verkauf geleisteter Arbeitsstunden ab. Insofern ist es klar, dass die stark steigenden Beratungsumsätze der letzten Jahre mit erheblich steigendem Personalaufwand einhergehen. Dieser ist in absoluten Zahlen von 17 Mio. Euro (2013) auf zuletzt 71 Mio. Euro im Jahr 2017 gestiegen.

Personalaufwand	2013	2014	2015	2016	2017
Umsatz	23.535 €	30.479 €	56.236 €	80.685 €	122.342 €
davon Beratung	18.696 €	22.784 €	46.868 €	66.640 €	98.333 €
Personalaufwand	17.189 €	20.513 €	31.208 €	47.207 €	71.471 €
davon F&E*	2.326 €	3.246 €	3.900 €	4.700 €	7.200 €
Anteil am Umsatz	9,9%	19,5%	12,7%	13,6%	5,9%
Δ Personalaufwand durch Akquisitionen SNP-Core		3.324 €	10.695 €	15.999 €	24.264 €
Quote Personalaufwand ohne F&E gemessen am Beratungsumsatz	79,5%	75,8%	58,3%	63,8%	65,4%
Einsatz v. Fremddienstl.**	1.114 €	1.358 €	6.792 €	8.276 €	13.614 €
Aufwand für eigene MA (ohne F&E) + Fremddienstleister	15.977 €	18.625 €	34.100 €	50.783 €	77.885 €
Quote gem. am Beratungsumsatz	85,5%	81,7%	72,8%	76,2%	79,2%

10,1 Mio. Euro zusätzlicher Personalaufwand in der bestehenden SNP-Struktur, davon rund 3 Mio. Euro im F&E-Bereich (siehe Tabelle). Womit 7,1 Mio. Euro Zuwachs beim Personalaufwand verbleiben. Dem steht ein organisches Wachstums gegenüber von 5,9 Mio. Euro im Bereich Beratung und 0,8 Mio. Euro im Bereich Software

=> Der erhebliche Personalaufbau war insofern im Jahr 2017 noch nicht produktiv. Hierdurch ist die Quote gemessen am Beratungsumsatz um 3% nach oben gesprungen.

Seit dem Geschäftsjahr 2015 setzt SNP fühlbar auch externe Fremddienstleister ein, um Kundenprojekte abzuwickeln. Hier ist ermittelt, wie sich der Personalaufwand aus dem ausgewiesenen Personalaufwand ohne Personal-F&E-Aufwand zuzüglich der Kosten für die Fremddienstleister entwickelt hat. Es ist gut zu sehen, wie die Quote gemessen am Beratungsumsatz sprunghaft um 6% im Jahr 2017 nach oben gesprungen ist.

* F&E-Personalaufwand: siehe Abschnitt Forschung & Entwicklung

** Aufwand für Fremddienstleister: siehe Abschnitt Materialaufwand

Für die folgende Betrachtung haben wir den Personalaufwand um den Personalaufwand aus dem F&E-Bereich, den wir dem Software-Segment zuordnen, bereinigt.

3.1 NEU eingestellte MITARBEITER

Im Jahr 2017 sind nicht nur akquisitionsbedingt zahlreiche neue Mitarbeiter hinzugekommen (oben hellblau unterlegt). **Auch hat SNP viele neue Mitarbeiter eingestellt.** Wie oben hergeleitet, ist hierdurch ein zusätzlicher Personalaufwand von rund 10,2 Mio. Euro entstanden.⁶⁴ Dieser Betrag übersteigt das organische Wachstum. Das zusätzliche Personal war insofern noch nicht ausreichend produktiv, was bestenfalls mit notwendigen Schulungsmaßnahmen zu tun hat. Bereinigt man den Personalaufwand um den F&E-Personalaufwand und bezieht diese bereinigte Quote auf den Beratungsumsatz, ist gut zu erkennen, dass diese Quote im Geschäftsjahr 2017 um 3% angesprungen ist. **Dies zeigt, dass es auch durch das organische Wachstum zu erheblichen operativen Reibungsverlusten gekommen ist. Dies ist eine Erklärung dafür, warum die Ergebnisprognose auch unter Bereinigung der einmaligen Aufwandsposten im Geschäftsjahr 2017 klar verfehlt wurde.**

3.2 FREMDDIENSTLEISTER

In der Beratung setzt SNP nicht nur eigene Mitarbeiter ein, sondern greift auch auf externe Dienstleister zurück. Der hierdurch entstehende Aufwand wird im Materialaufwand erfasst (neben Lizenzkosten für Fremdsoftware). Die Höhe dieser Aufwendungen lässt sich in ungefähre Höhe aus den Geschäftsberichten ableiten und ist oben (rot unterlegt) in der Tabelle erhalten.

Im nächsten Schritt summiert die obige Tabelle den **Personalaufwand (ohne F&E-Personalaufwand) und den Aufwand für externe Dienstleister** und setzt diese Summe ins Verhältnis zu den Beratungserlösen. Dies ist nicht ganz sauber, weil im Personalaufwand ex F&E natürlich auch Mitarbeiter für Administration und Overheads

⁶⁴ Vgl. hierzu auch GB 2017, S. 59

enthalten sind. Für die hier abgeleiteten Schlussfolgerungen ist dies allerdings von untergeordneter Bedeutung. **So zeigt die Berechnung sehr gut, wie die Quote im Geschäftsjahr 2017 um 3% nach oben gesprungen ist.**

Dies ergibt ein in sich konsistentes Bild: (neue) Mitarbeiter sind durch Schulungen teilweise nicht produktiv gewesen. Entsprechend wurden offensichtlich in größerem Maße externe Dienstleister eingesetzt, die in der Regel teurer sind als eigene Mitarbeiter, um das organische Wachstum in der Beratung darstellen zu können.

Wenn die aktuell laufenden Mitarbeiterintegrations- und Schulungsmaßnahmen abgeschlossen sind – was im Laufe des Jahres 2019 der Fall sein sollte – **ist bei einer erhöhten Auslastung der Berater realistisch, dass die Quote wieder fühlbar zurückgeht.** Das Verhältnis aus Personalaufwand (ex F&E) zuzüglich externer Dienstleister gemessen am Beratungsumsatz sollte sich dann von zuletzt 79,2% wieder im Bereich von 73% normalisieren.

4. SONSTIGER BETRIEBLICHE AUFWAND

Der sonstige betriebliche Aufwand ist in den letzten Jahren absolut kräftig gewachsen. Gemessen am Umsatz war die Quote des sonstigen betrieblichen Aufwands seit 2013 allerdings stark rückläufig. Dies war auch maßgeblich für die verbesserte Profitabilität bis in das Jahr 2016 hinein. Im Jahr 2017 ist die Quote dann jedoch wieder leicht gestiegen.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6.285.894 €	7.408.090 €	8.316.052 €	13.567.583 €	17.810.886 €	29.935.184 €
% vom Umsatz	23,1%	31,5%	27,3%	24,1%	22,1%	24,5%
davon (in tsd. Euro):						
Währungseinflüsse					200	2.800
sonstige akquisitionsbedingte Einflüsse					100	1.400
bereinigt					17.511	25.735
bereinigte Quote in % vom Umsatz					21,7%	21,0%

Im sonstigen betrieblichen Aufwand 2017 waren allerdings zum einen nicht cashwirksame Währungsverluste in Höhe von 2,8 Mio. Euro enthalten. Zum anderen mussten einmalige Akquisitionskosten und Integrationskosten von 1,4 Mio. Euro verbucht werden.⁶⁵ Bereinigt um diese beiden Positionen hätte sich die Quote weiter auf rund 21% verringert, so dass bei diesem Aufwandsposten – wie auch zu erwarten – weiterhin eine leichte Degression erkennbar ist.

SNP gliedert den sonstigen betrieblichen Aufwand im Anhang auf. Eine Analyse der Einzelposten hat zu dem Ergebnis geführt, dass geschätzt rund 40% der sonstigen betrieblichen Aufwendungen variabler Natur sind. Dies ist konsistent mit der oben dargelegten Degression der Aufwandsquote im Zeitverlauf.

Unser Modell arbeitet insofern beim sonstigen betrieblichen Aufwand dynamisch: der anfänglich 60%ige Fixkostenanteil wächst jährlich mit 1% (= Inflationsausgleich), während sich der variable Anteil in Abhängigkeit vom Umsatz entwickelt.

⁶⁵ SNP GB 2017, S. 55

VIII. BEWERTUNG

Die Planung der Segmente ist aktuell mit erhöhter Unsicherheit verbunden. Bedingt ist dies durch den Bruch des Wachstumstrends, der im ersten Halbjahr 2018 zu verzeichnen war. Bereinigt um akquisitionsbedingtes Wachstum geht die nunmehr korrigierte Umsatzprognose organisch allemal von einem +/- 0% Wachstum aus.

Es ist aktuell belastbar schwer zu beurteilen, ob diese Wachstumsabschwächung lediglich eine temporäre Delle ist, ein „Durchatmen“ nach Jahren starken Wachstums. Oder ob es sich um den Beginn einer zyklischen Bewegung nach unten handelt.

Dieser Tatsache wurde im Rahmen der Bewertung Rechnung getragen, indem das Basisszenario um eine Szenarioanalyse ergänzt wurde. Das Basisszenario bildet die aktuelle Prognose des Unternehmens ab. Hier wird lediglich eine Wachstumsdelle im Jahr 2018 unterstellt, bevor das Unternehmen 2019 wieder auf den Wachstumskurs zurückkehrt. In der Szenarioanalyse werden für die mittlere Frist unterschiedliche Wachstums- und Margenentwicklungen simuliert.

1. BASISZENARIO

1.1 SEGMENT SOFTWARE

Umsatz. SNP ist ursprünglich für das Geschäftsjahr 2018 von einem Umsatz von 150 bis 155 Mio. Euro ausgegangen. Hiervon sollten rund 23% auf das Segment Software entfallen.⁶⁶ Dies wären rund 35 Mio. Euro gewesen – immerhin fast 50% mehr als im Geschäftsjahr 2017 (24 Mio. Euro).

Die Prognosekürzung im Juli 2018 wurde u.a. mit „insbesondere unter den Erwartungen liegenden Softwarelizenzumsätzen mit SNP-Eigenprodukten“ begründet.⁶⁷ Wir tragen dieser Tatsache Rechnung mit einem auf 5% gekürzten Wachstum bei der **SNP-Software** im Jahr 2018 (nach +21% in 2016). Für die Folgejahre unterstellen wir eine Rückkehr auf den vorherigen Wachstumskurs. Dabei liegt die von uns unterstellte Wachstumsrate von 15% unter dem Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2017 (+30%). Dies trägt der erhöhten Umsatzbasis Rechnung.

Für die Umsätze mit Fremdsoftware unterstellen wir im Geschäftsjahr 2018 akquisitionsbedingt ein Umsatzwachstum von 40%. Da der Verkauf von **Fremdsoftware** im SNP-Geschäftsmodell eigentlich keine Rolle spielt, erwarten wir für hierfür künftig kein Wachstum und lassen die Umsatzbasis damit stabil.

Der **Personalaufwand** für Forschung & Entwicklung im Segment Software steigt in unserer Planung mit etwas verminderter Geschwindigkeit weiter an. Die Quote gemessen am Softwareumsatz reduziert sich bis 2022 auf das bereits 2016 erreichte Niveau.

Der **sonstige betriebliche Aufwand** erhöht sich in unserer Planung nach der oben beschriebenen Systematik.

⁶⁶ SNP GB 2017, S. 79

⁶⁷ SNP Adhoc vom 25.07.2018

Segment Software	2013	2014	2015	2016*	2017	2018	2019	2020	2021	2022
SNP-Software	4.840 €	7.736 €	9.368 €	14.045 €	17.010 €	17.861 €	20.540 €	23.621 €	27.164 €	31.238 €
Wachstum	-30,8%	59,8%	21,1%	49,9%	21,1%	5,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Fremdsoftware					7.000 €	9.800 €	9.800 €	9.800 €	9.800 €	9.800 €
Wachstum						40,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtumsatz	4.840 €	7.736 €	9.368 €	14.045 €	24.010 €	27.661 €	30.340 €	33.421 €	36.964 €	41.038 €
Wachstum		59,8%	21,1%	49,9%	71,0%	15,2%	9,7%	10,2%	10,6%	11,0%
Aktiviert. Eigenleistungen	0 €	0 €	0 €	0 €	161 €	100	100	100	100	100
sonstige betr. Erträge			100 €	200 €	300 €	400	400	400	400	400
Materialaufwand**	0 €	0 €	0 €	0 €	5.600 €	7.840 €	7.840 €	7.840 €	7.840 €	7.840 €
Quote (gemessen am Umsatz Fremdsoftware)					80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Personalaufwand (=F&E)	2.326 €	3.246 €	3.900 €	4.700 €	7.200 €	8.500 €	9.000 €	9.500 €	10.000 €	10.500 €
Quote (gemessen am Umsatz SNP Software)	48,1%	42,0%	41,6%	33,5%	42,3%	47,6%	43,8%	40,2%	36,8%	33,6%
Sonstiger betr. Aufwand***	1.934 €	2.703 €	3.278 €	3.618 €	6.769 €	6.945 €	7.413 €	7.945 €	8.551 €	9.242 €
Quote	40,0%	34,9%	35,0%	25,8%	39,8%	38,9%	36,1%	33,6%	31,5%	29,6%
davon (geschätzt):****										
fix					4.062 €	4.102 €	4.143 €	4.185 €	4.227 €	4.269 €
variabel					2.708 €	2.843 €	3.270 €	3.760 €	4.324 €	4.973 €
EBIT	580 €	1.787 €	2.290 €	5.927 €	4.902 €	4.875 €	6.587 €	8.636 €	11.073 €	13.957 €
EBIT-Marge	12,0%	23,1%	24,4%	42,2%	20,4%	17,6%	21,7%	25,8%	30,0%	34,0%

* Ab 2017 wurde rückwirkend auch für 2016 die Zurechnung von Aufwendungen auf die Segmente umgestellt. Deswegen eingeschränkte Vergleichbarkeit vor 2016

** Materialaufwand: Aufwand für Software-Maintenance, ab 2017 auch Aufwand für Lizenzen für Fremdsoftware

*** Abschreibungen konnten nicht sinnvoll auf die Segmente verteilt werden. Der segmentbezogene sonstige betriebliche Aufwand ist deswegen etwas zu hoch ermittelt. Die Abschreibungen werden dafür vollständig in der Überleitung erfasst. Für die abgeleiteten Schlussfolgerungen ist diese Unschärfe nicht relevant

**** Variabler bzw. fixer Anteil abgeleitet aus Einzelposten der sonst. betr. Aufwendungen (=> siehe Sheet GuV)

In unserer Planung ergibt sich durch die skizzierten Annahmen ein EBIT-Anstieg und eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 34%. Diese EBIT-Marge erscheint auf Basis der greifbaren Skaleneffekte nicht unrealistisch und liegt unter dem Durchschnitt, den das Unternehmen in diesem Segment im Durchschnitt der Jahre 2009 bis 2016 erreicht hat (trotz des negativen Ausreißers im Jahr 2013).

1.2 SEGMENT BERATUNG

Im Segment Beratung unterstellen wir für das laufende Jahr ebenfalls akquisitionsbedingt ein Umsatzwachstum von 12%. Für die kommenden Jahre geht unsere Planung von einem moderaten organischen Wachstum von 5% aus. Dieses Wachstum liegt unter der Wachstumsrate im Segment Software und trägt damit dem strategischen Ziel Rechnung, den Anteil der Softwareerlöse zu steigern.

Bei deutlich reduziertem Wachstum gehen wir davon aus, dass der Anteil der Fremddienstleister wieder sukzessive zugunsten eigener Mitarbeiter reduziert werden kann. Per Saldo sollte sich hierdurch die Quote aus Aufwand für Fremddienstleistern und Personalaufwand am Beratungsumsatz wieder normalisieren.

Der sonstige betriebliche Aufwand entwickelt sich entsprechend der oben erläuterten Systematik.

Segment Beratung	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatz	18.696 €	22.784 €	46.868 €	66.640 €	98.333 €	110.133 €	115.640 €	121.422 €	127.493 €	133.867 €
Wachstum	-7,3%	21,9%	105,7%	42,2%	47,6%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
sonstige betr. Erträge	1 €	1.505 €	904 €	475 €	1.618 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €	1.200 €
Materialaufwand										
(= Fremddienstleister)	1.114 €	1.358 €	6.792 €	8.276 €	13.600 €	14.000 €	12.000 €	11.000 €	11.000 €	12.500 €
Quote	6,0%	6,0%	14,5%	12,4%	13,8%	12,7%	10,4%	9,1%	8,6%	9,3%
Personalaufwand	14.863 €	17.267 €	27.308 €	42.507 €	64.271 €	73.789 €	76.322 €	80.138 €	82.870 €	85.675 €
Quote	79,5%	75,8%	58,3%	63,8%	65,4%	67,0%	66,0%	66,0%	65,0%	64,0%
Quote Fremddienstl. + Personalaufwand	85,5%	81,7%	72,8%	76,2%	79,2%	79,7%	76,4%	75,1%	73,6%	73,3%
sonstiger betr. Aufwand**	3.880 €	4.502 €	8.736 €	11.394 €	21.804 €	22.982 €	23.602 €	24.249 €	24.922 €	25.623 €
Quote	20,8%	19,8%	18,6%	17,1%	22,2%	20,9%	20,4%	20,0%	19,5%	19,1%
davon (geschätzt):***										
fix					13.083 €	13.213 €	13.346 €	13.479 €	13.614 €	13.750 €
variabel					8.722 €	9.768 €	10.257 €	10.770 €	11.308 €	11.873 €
EBIT	-1.160 €	1.162 €	4.936 €	4.938 €	276 €	562 €	4.915 €	7.235 €	9.901 €	11.269 €
EBIT-Marge	-6,2%	5,1%	10,5%	7,4%	0,3%	0,5%	4,3%	6,0%	7,8%	8,4%

* Ab 2017 wurde rückwirkend auch für 2016 die Zurechnung von Aufwendungen auf die Segmente umgestellt. Deswegen eingeschränkte Vergleichbarkeit vor 2016

** Abschreibungen konnten nicht sinnvoll auf die Segmente verteilt werden. Der segmentbezogene sonstige betriebliche Aufwand ist deswegen etwas zu hoch ermittelt. Die Abschreibungen werden dafür vollständig in der Überleitung erfasst. Für die abgeleiteten Schlussfolgerungen ist diese Unschärfe nicht relevant

*** Variabler bzw. fixer Anteil abgeleitet aus Einzelposten der sonst. betr. Aufwendungen (=> siehe Sheet GuV)

In unserer Planung erhöht sich die EBIT-Marge im Zeitverlauf auf 8,4% und liegt damit immer noch unter dem Margenniveau, das SNP in diesem Segment in normalisierten Zeiten historisch bereits erreicht hat.

1.3 ÜBERLEITUNG

Folgende Tabelle zeigt, dass wir für die Überleitung – und hier insbesondere die nicht segmentbezogenen Aufwendungen – einen stabilen Verlauf unterstellen. Einzig im Jahr 2018 berücksichtigen wir integrationsbedingt einen höheren Aufwand:

Überleitung	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
nicht segmentbez. Aufw.	2.339 €	2.080 €	2.916 €	4.009 €	5.685 €	7.100 €	3.500 €	3.500 €	3.500 €	3.500 €
davon:										
sonstiger betr. Aufwand	1.561 €	1.115 €	1.601 €	2.247 €	1.376 €	5.000 €	1.400 €	1.400 €	1.400 €	1.400 €
sonstige Steuern	35 €	37 €	53 €	95 €	533 €	100 €	100 €	100 €	100 €	100 €
Abschreibungen	743 €	928 €	1.262 €	1.667 €	3.776 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €
sonst. Betr. Erträge	240 €	607 €	321 €	753 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €

1.4 KONZERNPLANUNG

Folgende Tabelle zeigt die Konzernplanung, die sich aus der Detailplanung der Segmente ergibt:

Konzern	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatz	23.536 €	30.520 €	56.236 €	80.685 €	122.343 €	137.793 €	145.979 €	154.842 €	164.456 €	174.905 €
Wachstum		29,7%	84,3%	43,5%	51,6%	12,6%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%
Aktiviert Eigenleistungen	0 €	0 €	0 €	0 €	161 €	100 €	100 €	100 €	100 €	100 €
sonstige betr. Erträge	241 €	2.112 €	1.325 €	1.428 €	1.918 €	1.600 €	1.600 €	1.600 €	1.600 €	1.600 €
Materialaufwand	1.114 €	1.358 €	6.792 €	8.276 €	19.200 €	21.840 €	19.840 €	18.840 €	18.840 €	20.340 €
Quote	4,7%	4,4%	12,1%	10,3%	15,7%	15,8%	13,6%	12,2%	11,5%	11,6%
Personalaufwand	17.189 €	20.513 €	31.208 €	47.207 €	71.471 €	82.289 €	85.322 €	89.638 €	92.870 €	96.175 €
Quote	73,0%	67,2%	55,5%	58,5%	58,4%	59,7%	58,4%	57,9%	56,5%	55,0%
Sonst. Betr. Aufwand	7.375 €	8.320 €	13.615 €	17.259 €	29.950 €	34.927 €	32.415 €	33.593 €	34.873 €	36.265 €
Quote	31,3%	27,3%	24,2%	21,4%	24,5%	25,3%	22,2%	21,7%	21,2%	20,7%
sonstige Steuern	35 €	37 €	53 €	95 €	533 €	100 €	100 €	100 €	100 €	100 €
EBITDA	-1.936 €	2.404 €	5.893 €	9.276 €	3.269 €	337 €	10.002 €	14.370 €	19.473 €	23.725 €
Abschreibungen	743 €	928 €	1.262 €	1.667 €	3.776 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €	2.000 €
EBIT	-2.679 €	1.476 €	4.631 €	7.609 €	-507 €	-1.663 €	8.002 €	12.370 €	17.473 €	21.725 €
EBIT-Marge	-11,4%	4,8%	8,2%	9,4%	-0,4%	-1,2%	5,5%	8,0%	10,6%	12,4%

Das Unternehmen kommuniziert ein mittelfristiges Umsatzziel von 400 Mio. Euro im Jahr 2023. Unsere Planung ist hier beim Umsatz deutlich zurückhaltender. Gleichzeitig erhöht sich in unserer Planung die EBIT-Marge im Zeitverlauf nur moderat auf 12%.

1.5 BEWERTUNG IM BASISZENARIO

Für die mittlere Frist unterstellen wir ein moderates Umsatzwachstum von 5% und eine EBIT-Marge von 12%. In der ewigen Rente nehmen wir die EBIT-Marge auf 10% zurück. Auf Basis dieser Parameter ergibt sich im Durchschnitt über die drei Bewertungsmodelle ein fairer Wert von 27,25 Euro bzw. eine durchschnittliche Upside von 60%:

DCF (3 Phasen)	DCF (klassisch)	EVA
28,09	29,63	24,04
65,21%	74,28%	41,40%

Die Bewertung ist insofern vorsichtig ermittelt, weil einerseits die Finanzverbindlichkeiten von 60 Mio. Euro in voller Höhe vom Unternehmenswert abgezogen wurden. Gleichzeitig wurde die vorhandene Liquidität von 30 Mio. Euro nicht in voller Höhe berücksichtigt. Vielmehr ist diese lediglich mit 10 Mio. Euro eingeflossen. Dies ist der Betrag, um den sich die Finanzverbindlichkeiten im laufenden Jahr durch fällige Kaufpreiszahlungen aus den Vorjahren reduzieren.

2. SZENARIOANALYSE

Die folgende Szenarioanalyse baut auf der oben skizzierten Detailplanung des Basisszenarios auf und untersucht die Sensitivität des Unternehmenswertes bei Veränderungen von Wachstumsrate und EBIT-Marge in der mittleren Frist. Die EBIT-Marge in der ewigen Rente wird in dieser Betrachtung mit der EBIT-Marge der mittleren Frist gleichgesetzt.

In Abhängigkeit vom Szenario ergeben sich für das Jahr 2023 in der Planungsrechnung Umsatzerlöse zwischen 172 Mio. Euro und 198 Mio. Euro. Das Unternehmen selbst gibt als mittelfristiges Ziel für das Jahr 2023 ein Umsatzniveau von 400 Mio. Euro an.⁶⁸ Vermutlich wird dieses Ziel nur erreicht werden können, wenn SNP auf dem Weg dahin nochmals Akquisitionen durchführt. Ungeachtet dessen zeigt dies allerdings ziemlich deutlich, wie weit alle unsere Szenarien von den Unternehmenszielen entfernt sind.

SNP: Wert pro Aktie					
		EBIT-Marge			
		7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
Wachstum	2,5%	13,89	22,35	30,82	39,31
	5,0%	16,67	26,34	36,02	45,73
	7,5%	19,79	30,82	41,87	52,93
	10,0%	23,30	35,85	48,42	61,00

		SNP-Kurs			
		17,00			
		Upside / Downside			
		EBIT-Marge			
		7,5%	10,0%	12,5%	15,0%
Wachstum	2,5%	-18%	31%	81%	131%
	5,0%	-2%	55%	112%	169%
	7,5%	16%	81%	146%	211%
	10,0%	37%	111%	185%	259%

Ausgehend von einem aktuellen SNP-Börsenkurs von 17 Euro zeigt die Szenarioanalyse, dass ein fundamentales Risiko einzig dann besteht, wenn EBIT-Marge und Wachstumsrate im Gleichschritt dauerhaft auf extrem niedrigem Niveau verharren. Diese Szenarien dürfen aus heutiger Sicht als sehr unwahrscheinlich betrachtet werden. Gleichzeitig ist das Verlustrisiko, dass sich fundamental betrachtet in diesen Szenarien ergibt, relativ

⁶⁸ SNP Präsentation EKF 2017, S. 21

überschaubar – insbesondere mit einem vergleichenden Blick auf die Kurssteigerungspotentiale, die sich in etwas optimistischeren Szenarien nach oben ergeben.

Zwei Gewinnwarnungen innerhalb der letzten zwölf Monaten haben die SNP-Aktie erheblich belastet. Auch besteht hiernach natürlich auch entsprechende Unsicherheit über die kommenden Quartale. Denn es ist schwer greifbar, ob die aktuelle Wachstumsdelle tatsächlich – wie vom Unternehmen erwartet – im zweiten Halbjahr 2018 überwunden werden kann. Oder ob sich die operative Schwäche noch über die kommenden Quartale zieht.

Für die fundamentale Bewertung hat dies allerdings nur begrenzt Auswirkungen. Fundamental kann die aktuelle Börsenbewertung insofern aktuell kaum begründet werden. Insofern ist die Aktie aus dieser Sicht derzeit sehr günstig bewertet.

Eine Begründung für das derzeitige Kursniveau kann somit einzig aus grundsätzlichen Bedenken hergeleitet werden, die sich aus der Finanzierung der Gesellschaft ergeben. Diese werden unten im Abschnitt Finanzierung diskutiert.

IX. BILANZ

1. VERMÖGEN

Im Jahr 2015, als sich der Fonds Paladin ONE erstmals an SNP beteiligt hat, lag die Bilanzsumme des Unternehmens noch bei 45 Mio. Euro. Zum 31. Dezember 2017 ist diese auf 153 Mio. Euro angestiegen.

Hierzu beigetragen hat insbesondere ein Anstieg der **Geschäfts- und Firmenwerte** bzw. der **immateriellen Vermögenswerte** um in der Summe rund 55 Mio. Euro. Dies hat sich maßgeblich durch die diversen Übernahmen ergeben.

Diese Bilanzposten machen damit nicht nur 90% des Anlagevermögens und rund ein Drittel der Bilanzsumme aus, sondern haben damit fast die Höhe des bilanzierten Eigenkapitals (60 Mio. Euro). Der SNP-Abschlussprüfer hat in seinem Testat folglich explizit betont, dass aus der Bewertung dieser Posten Risiken für den Jahresabschluss entstehen könnten.⁶⁹ Abschreibungen wären zwar nicht cashwirksam. **Möglicherweise wäre eine reduzierte Eigenkapitalquote aber relevant im Rahmen der Covenants auf der Finanzierungsseite (siehe unten).**

Das Umlaufvermögen verteilt sich maßgeblich auf **Zahlungsmittel** (33 Mio. Euro) und **Forderungen aus Lieferungen und Leistungen** (42 Mio. Euro). Von den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen entfallen 9 Mio. Euro auf Forderungen auf Projekte, die nach der POC-Methode verbucht werden. Hierauf wurde oben bereits bei der Betrachtung der Umsatzentwicklung eingegangen.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen haben sich über die letzten Jahre in absoluten Zahlen erheblich erhöht. Dies ist aber wesentlich auf das deutlich erhöhte Umsatzniveau zurückzuführen. Zu einem kleinen Teil hat sich allerdings auch eine Erhöhung der **Reichweite** in Tagen beigetragen. Diese ist seit 2015 von 98 Tagen auf 126 Tage Ende 2017 gestiegen – was allerdings auch akquisitionsgetrieben sein dürfte.⁷⁰ In unserer Planung gehen wir deswegen von ein sicher wieder leicht auf 115 Tage reduzierenden Reichweite aus.

⁶⁹ SNP GB 2017, S. 136

⁷⁰ Die in 2017 erworbenen Beteiligungen haben in 2017 noch nicht voll zum Umsatz beigetragen, gehen zum Bilanzstichtag aber mit dem vollen Wert in die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ein.

2. FINANZIERUNG

SNP hat in beiden letzten Geschäftsjahren jeweils **Kapitalerhöhungen durchgeführt**:

- Im Geschäftsjahr 2017 wurden 497.677 neue Aktien für einen Ausgabepreis von 37,65 Euro platziert. Die Zahl der ausstehenden Aktien hat sich hierdurch auf 5.474.463 erhöht. Dem Unternehmen sind hierdurch etwa 18,7 Mio. Euro zugeflossen.⁷¹
- Im Geschäftsjahr 2016 wurden 1.238.726 neue Aktien für einen Ausgabepreis von 25,00 Euro platziert. Dem Unternehmen sind hierdurch 31 Mio. Euro zugeflossen. Das SNP-Management und weitere Mitarbeiter haben dabei Aktien im Gegenwert von 10,6 Mio. Euro gezeichnet.⁷²

Zum 27. März 2017 hat SNP eine ausstehende **Anleihe** vorzeitig **gekündigt**. Es erfolgte eine vollständige Rückzahlung des ursprünglichen Emissionsvolumens von 10 Mio. Euro zu einem Kurs von 103% zuzüglich aufgelaufener Zinsen. Der Gesamtbetrag wurde mit 10,6 Mio. Euro im Jahresabschluss 2016 unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten ausgewiesen.⁷³ Die Anleihe mit einem Kupon von 6,25% war eigentlich erst im März 2020 fällig.⁷⁴

Im Gegenzug hat SNP im Februar 2017 **Schuldscheindarlehen** mit einem Volumen von 40 Mio. Euro **emittiert**. Das Volumen verteilt sich auf fixe und variable Tranchen in Laufzeiten von drei bis sieben Jahren. Die durchschnittliche Verzinsung zum Zeitpunkt der Begebung lag bei 1,41%.⁷⁵ Folgende Tabelle zeigt die Fristigkeiten, die aus dem Geschäftsbericht abgeleitet werden können:

Datum	Tilgungsbetrag
März 2020	5 Mio. Euro
März 2022	26 Mio. Euro
März 2024	9 Mio. Euro

Neben der Anleihe hat SNP im Geschäftsbericht unter den finanziellen Verbindlichkeiten insbesondere **Kaufpreisverpflichtungen** in Höhe von 18,8 Mio. Euro ausgewiesen. Diese betreffen Übernahmen aus den Vorjahren, bei denen für die Folgejahre eine Anteilsaufstockung zu bereits fest definierten Konditionen vereinbart worden ist. Von den ausgewiesenen Kaufpreisverpflichtungen sind 9,7 Mio. Euro im Jahr 2018 fällig.⁷⁶

Im Geschäftsbericht 2017 schreibt SNP, dass zusammen mit dem zu erwirtschaftenden Cashflow Schuldentilgung möglich sein sollte.⁷⁷ Dies erscheint nach der Gewinnwarnung vom Juli 2018 kaum mehr erreichbar.

3. COVENANTS

Das im Geschäftsjahr 2017 emittierte Schuldscheindarlehen ist naturgemäß mit Covenants verknüpft, die SNP einhalten muss. Im Geschäftsbericht schreibt das Unternehmen dabei von „geschäftüblichen Financial

⁷¹ SNP Präsentation EKF 2017, S. 29

⁷² SNP Präsentation EKF 2017, S. 30

⁷³ SNP GB 2017, S. 50

⁷⁴ SNP GB 2017, S. 118

⁷⁵ SNP GB 2017, S. 118

⁷⁶ SNP GB 2017, S. 118

⁷⁷ SNP GB 2017, S. 61

Covenants“, ohne diese jedoch nicht näher zu konkretisieren. Auch auf Nachfrage hat sich das Unternehmen hierzu mit Hinweis auf Verschwiegenheitserklärungen nicht geäußert. Bekannt ist lediglich, dass die Covenants „im Geschäftsjahr 2017 eingehalten wurden“. ⁷⁸

Gerade mit Blick auf die jüngste Gewinnwarnung besteht das Risiko, dass es zu einem Bruch der Covenants kommt. Mit Blick auf die Börsenbewertung scheint die Börse aktuell auch exakt dieses Risiko einzupreisen – da der derzeitige Kurs allein fundamental kaum begründet werden kann (siehe oben).

Üblicherweise knüpfen Covenants an folgende finanzielle Kennziffern an:

- **EK-Quote:** Diese liegt aktuell bei 39% und ist damit solide. Allerdings: wie oben bereits mit Blick auf die Vermögenslage herausgearbeitet, besteht das latente Risiko von Abschreibungen auf Goodwill und immaterielle Vermögenswerte, die zusammen mit 67 Mio. Euro in den Büchern stehen. Und dies insbesondere dann, wenn – wie aktuell – die Ergebnisentwicklung drastisch vom Plan abweicht. Die genannten Positionen sind vollständig dem Segment Beratung als cashgenerierender Einheit zugeordnet. Sollte sich die derzeitige Auslastungsdelle fortsetzen, könnte dies zu Abschreibungsbedarf führen.

Wir vermuten, dass unter den Schuldschein-Covenants eine EK-Quote von mindestens 30% gefordert sein könnte. Eine Reduzierung der EK-Quote auf unter 30% würde vorliegen, wenn sich das Eigenkapital durch Abschreibungen (und operative Verluste) um mehr als 20 Mio. Euro reduzieren würde. Aus heutiger Sicht dürfte dies ein ausreichend großer Puffer sein.

- **Nettoverschuldung / EBITDA (oder EBIT):** Ermittelt man die Nettoverschuldung aus Finanzschulden abzüglich Liquidität, lag diese zum 31. Dezember 2017 bei knapp 27 Mio. Euro. Die revidierte Gewinnprognose geht für das Jahr 2018 von einem EBIT im einstelligen Millionenbereich und einem leicht positiven EBITDA aus. Hier liegt nahe, dass ein etwaiger Covenant möglicherweise gebrochen wird.

Ein Covenantbruch wäre natürlich ein echtes Problem. Gleichzeitig sieht es aber mit Blick auf das Schuldscheindarlehen nicht danach aus, als könne ein etwaiger Bruch der Covenants nicht geheilt werden. Denn immerhin ist das Schuldscheindarlehen derzeit nur mit etwa 1,4% verzinst, so dass durchaus Luft besteht, um einen Bruch von Covenants durch aufgebosserte (Zins-) Konditionen zu heilen.

X. AKTIE

Folgende Tabelle zeigt, dass insbesondere der CEO der Gesellschaft maßgeblich am Unternehmen beteiligt ist:⁷⁹

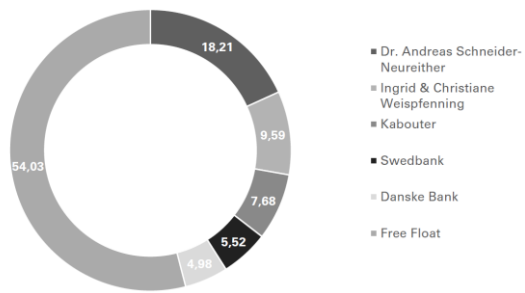
	AKTIENBESTAND ZUM 31. DEZEMBER 2016		AKTIENBESTAND ZUM 31. DEZEMBER 2017	
Dr. Andreas Schneider-Neureither	961.500	19,32%	996.718	18,21%
Dr. Michael R. Drill	15.000	0,30%	15.000	0,27%
Gerhard A. Burkhardt	4.266	0,09%	5.866	0,11%
Rainer Zinow	0	0	0	0
Henry Göttler	9.213	0,19%	9.213	0,17%
Jörg Vierfuß	7.900	0,16%	keine Angabe*	keine Angabe*

* Zum 31. Dezember 2016 aus dem Vorstand ausgeschieden.

⁷⁸ SNP GB 2017, S. 61

⁷⁹ SNP GB 2017, S. 35

Shareholder Structure (%)



80