

Kapitalmarkt unterschätzt Arbeitstageeffekt

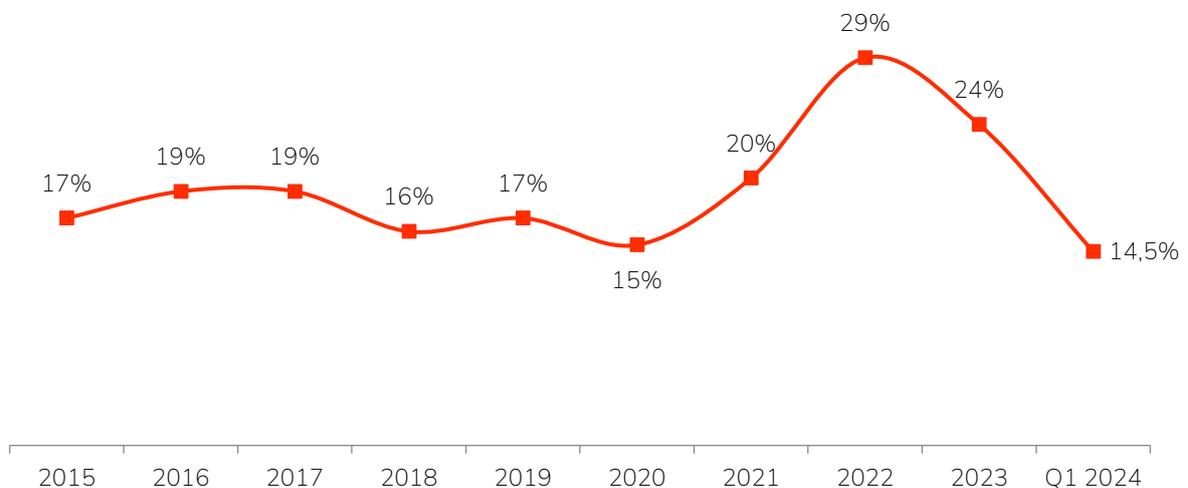
Die adesso SE, die aktuell mit 5,7% im Tigris Small & Micro Cap Growth Fund gewichtet ist, hat im Mai Zahlen für das erste Quartal 2024 veröffentlicht, die gemischt ausgefallen sind. Während der Umsatz erneut prozentual zweistellig angestiegen ist, stagnierte das Ergebnis (EBITDA). Dies hat allerdings eine kalendarische Begründung, dessen Effekt vom Kapitalmarkt unseres Erachtens leider nicht richtig eingeschätzt wird.

Kurzbeschreibung: Die adesso Group ist ein schnell wachsender IT-Konzern mit dem Ziel, zu einem der führenden Beratungs- und Technologiekonzerne für branchenspezifische Geschäftsprozesse in Europa aufzusteigen. Mit hoher Fachkompetenz in den bedienten Branchen agiert adesso an der Schnittstelle zwischen Geschäftsprozess und IT und realisiert Softwareprojekte auf höchstem technischem Niveau. Durch die Entwicklung eigener Softwarelösungen für ausgewählte Branchen wird die Branchendurchdringung erhöht.

Quelle: adesso SE

Im ersten Quartal 2024 konnte adesso den positiven Wachstumstrend der Vorjahre mit einem erneut zweistelligen Umsatzzuwachs fortsetzen. Die Umsatzerlöse erhöhten sich um 14,8% auf 317,11 Mio. €, wovon 14,5% auf organisches Wachstum zurückzuführen ist. Hierbei haben sich einerseits die erhöhte Anzahl Mitarbeiter (+14,4%) sowie andererseits erhöhte Tagessätze niedergeschlagen. Das Wachstum resultierte dabei sowohl aus dem IT Services Geschäft (+15,8%) als auch aus dem IT Solutions Bereich (+20,2%). Regional betrachtet war Deutschland als wichtigster Markt (82,6% Umsatzanteil) mit einem Wachstum von 16,7% weiterhin maßgeblicher Wachstumstreiber. Mit Blick auf die Branchen konnten vor allem die Umsätze im Bereich Energieversorgung (+64,8%), Gesundheit (+36,4%) sowie Finanzen (+18,5%) am stärksten gesteigert werden.

Organisches Wachstum

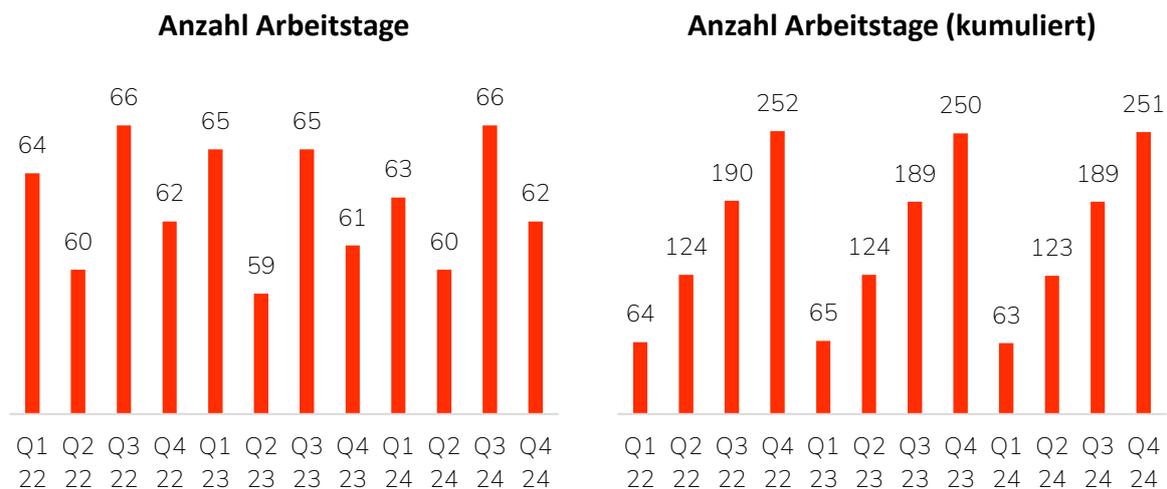


Quelle: adesso SE

Konzern Kennzahlen	Q1 2023	Q1 2024	<u>Δ in %</u>
Umsatzerlöse	276,24	317,11	+14,8%
EBITDA	17,91	17,76	-0,8%
EBITDA-Marge	6,5%	5,6%	
EBIT	5,18	2,26	-56,4%
EBIT-Marge	1,9%	0,7%	
Operativer Cashflow	-27,38	-20,77	n/a
Free Cashflow	-42,89	-37,41	n/a

Quelle: adesso SE, Darstellung Tigris Capital GmbH, Angaben in Mio. €, wenn nicht anders angegeben

Mit Blick auf das Ergebnis konnte dieses der Umsatzentwicklung nicht folgen. Das EBITDA lag nahezu auf Vorjahresniveau, das EBIT war aufgrund gestiegener Abschreibungen deutlich rückläufig. Hintergrund dessen ist, dass im ersten Quartal 2024 gegenüber dem ersten Quartal 2023 zwei Arbeitstage weniger zur Verfügung gestanden haben. Da ca. 85% der Umsätze von adesso nach Zeit und Materialaufwand („time and material“ / T&M) abgerechnet werden, macht sich die Zahl der Arbeitstage unmittelbar bemerkbar.



Quelle: <https://www.steuertipps.de/service/rechner/arbeitstage-rechner/>

Das Unternehmen hat diesen Effekt nicht quantifiziert, sodass Investoren diesbezüglich selbst kalkulieren müssen. Wir haben versucht dies einmal zu tun, um den daraus resultierenden Ergebniseffekt besser einordnen zu können. Dazu haben wir zunächst den erzielten Umsatz im ersten Quartal durch die Anzahl der Arbeitstage geteilt, um den Umsatz pro Arbeitstag zu errechnen. Wie bereits zuvor beschrieben, erzielt adesso rund 85% der Umsätze nach T&M bei einer zuletzt erzielten Auslastungsquote von ca. 80%. Daraus resultiert ein Umsatzeffekt von knapp 7 Mio. € basierend auf zwei Arbeitstagen. Bei einer Rohertragsmarge von 86,5% und weiteren Kosten von ~12% ergibt sich so nach unserer Berechnung ein EBITDA-Effekt von >5 Mio. €, der unseres Erachtens jedoch eher den unteren Rand darstellt. Der tatsächliche Effekt könnte dagegen noch etwas höher sein, da die sonstigen Kosten wegen zwei Arbeitstagen mehr nicht zwingend proportional höher ausfallen müssen.

Umsatzeffekt pro Arbeitstag

$$= \frac{\text{Umsatzerlöse (Q1 2024)}}{\text{Anzahl Arbeitstage (Q1 2024)}} * \text{Anteil Time \& Material (85\%)} \\ * \text{Auslastung (80\%)}$$

$$\text{Umsatzeffekt in Q1 2024} = \frac{317,11 \text{ Mio. €}}{63} * 85\% * 80\% * 2 = 6,85 \text{ Mio. €}$$

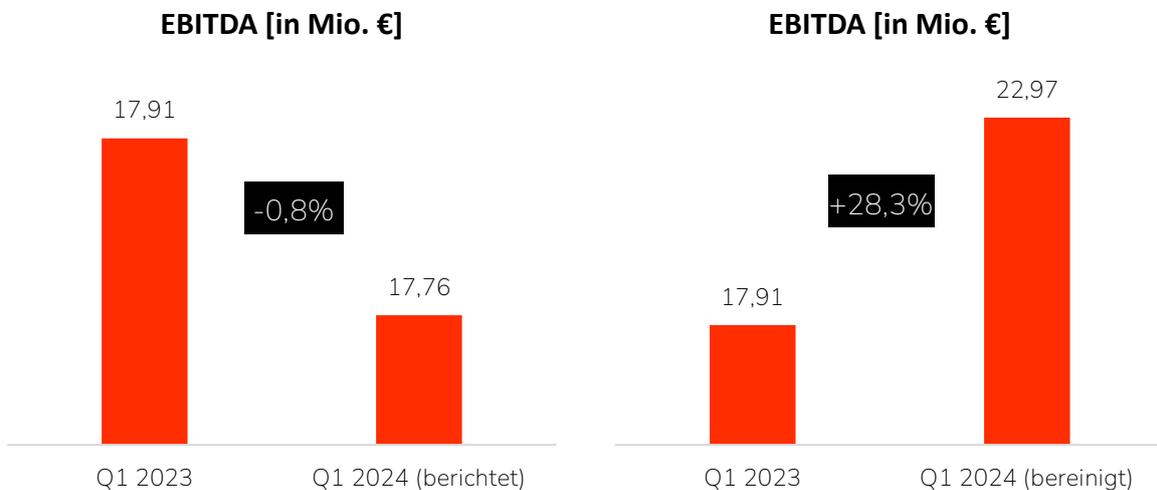
	Umsatzeffekt	6,85 Mio. €
./.	13,5% Materialaufwand	0,93 Mio. €
=	Rohergebnis	5,92 Mio. €
./.	sbA (12%)	0,71 Mio. €
=	Ergebniseffekt (EBITDA)	5,21 Mio. €

Quelle: adesso SE und eigene Berechnungen

Rechnet man diesen Ergebniseffekt auf das berichtete EBITDA von 17,76 Mio. € hinzu, ergibt sich für die gleiche Anzahl an Arbeitstagen (65) ein EBITDA von 22,97 Mio. €, welches jedoch an dieser Stelle lediglich als Orientierung und nicht als harter Wert betrachtet werden soll. Dennoch zeigt sich, dass das EBITDA dann nicht leicht gesunken, sondern vielmehr um >28% gestiegen wäre. Unseres Erachtens wurde dieser Effekt vom Kapitalmarkt daher nicht richtig eingeschätzt, was sich wiederum auch in der Kursreaktion zeigt. Seit Veröffentlichung der Q1-Zahlen hat die Aktie 15,1% an Wert verloren.

	Berichtetes EBITDA	17,76 Mio. €
+	Ergebniseffekt aus geringerer Anzahl Arbeitstage ggü. Vorjahr	5,21 Mio. €
=	Um Effekt aus geringeren Arbeitstagen bereinigtes EBITDA	22,97 Mio. €

Quelle: adesso SE und eigene Berechnungen



Quelle: adesso SE

Marketing-Anzeige

Neben dem kalendarischen Effekt hat sich auch das Segment IT Solutions negativ auf die Profitabilität ausgewirkt. Belastet war die Profitabilität in dem Segment durch Investitionen sowie fehlende Lizenzerlöse gegenüber dem Vorjahresquartal (ca. 2 Mio. €). Aufgrund der unzufriedenstellenden und belastenden Ergebnissituation stellt der Vorstand diesen Geschäftsbereich nun auch unter verstärkte Beobachtung, wobei drei Möglichkeiten eruiert werden. 1.) Erhöhung der Umsatzerlöse, 2.) Reduzierung der Investitionen / Kosten oder 3.) (Teil-) Verkäufe in diesem Geschäftsbereich. Da die Auslastung im IT-Service-Geschäft sich innerhalb des ersten Quartals zwar verbesserte, jedoch noch auf einem unterdurchschnittlichen Niveau lag, lag das Ergebnis insgesamt leicht unter den Erwartungen des Managements, aber noch innerhalb der Prognosespanne.



Quelle: adesso SE

Mit Blick auf die Cashflow-Entwicklung zeigt sich der typische saisonale Verlauf mit einem schwachen operativen Cashflow im ersten Quartal. Dies ist einerseits auf die Auszahlung der variablen Gehaltsbestandteile für das Vorjahr zurückzuführen, andererseits durch das Anlaufen neuer Projekte, die erst im späteren Jahresverlauf in Rechnung gestellt werden und bis dahin als Vertragsvermögenswerte das Working Capital belasten.

Insgesamt hat der Vorstand die Umsatz- und Ergebnisprognose für das Gesamtjahr bestätigt. Neben einem Anfang des Jahres initiierten Maßnahmenbündel zur Steigerung der Profitabilität wird sich in den Folgequartalen durch eine erhöhte Auslastung die Marge verbessern. Darüber hinaus haben die kommenden Quartale 2, 3 und 4 allesamt einen Arbeitstag mehr als im Vorjahr, wodurch für das Gesamtjahr ein zusätzlicher Arbeitstag resultiert. Insbesondere das zweite Halbjahr mit zwei Arbeitstagen mehr als in der zweiten Jahreshälfte 2023 sowie zusätzlich fünf Tagen gegenüber dem ersten Halbjahr (2023: +2) wird daher entsprechend stark ausfallen. Aber auch bereits im zweiten Quartal wird eine verbesserte Profitabilität gegenüber dem Vorjahr erwartet. Zudem ist die Nachfrage unverändert gut und lässt den Vorstand daher weiter positiv auf die kommenden Quartale blicken.

Rechtliche Hinweise

Dies ist eine Marketing-Anzeige.

Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt des Tigris Small & Micro Cap Growth Fund [https://fondswelt.hansainvest.com/uploads/documents/verkaufsprospekt/VKP_Tigris_Small_MicroCap_Growth_01_01_2023.pdf], das Basisinformationsblatt [<https://fondswelt.hansainvest.com/de/fonds/details/1491>] und das Factsheet [https://fondswelt.hansainvest.com/uploads/documents/fs_retail/BI_DE000A2QDSH1_retail_2023_08_11_de.pdf], bevor Sie eine endgültige Anlageentscheidung treffen

Die Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 2 Nr. 3 und 4 WpIG) erbringen wir als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 3 Abs. 2 WpIG ausschließlich für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS). Die NFS ist ein Wertpapierinstitut gem. § 2 Abs. 1 WpIG. Unsere Tätigkeit bei der Anlageberatung und Anlagevermittlung wird der NFS zugerechnet.

Dies ist eine Marketingmitteilung. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Bitte lesen Sie vor einer Anlageentscheidung die verbindlichen Verkaufsdokumente, die Ihnen Ihr Berater oder der jeweilige Emittent auf Anfrage zur Verfügung stellt.

Frühere Wertentwicklungen lassen nicht auf zukünftige Renditen schließen. Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet.

Diese Marketingmitteilung unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben.

Herausgeber: Tigris Capital GmbH, Oskar-von-Miller-Ring 20, 80333 München

Datum: 19. Juni 2024