



**DZ BANK**  
Die Initiativbank

# Aktienanalyse in der DZ BANK

Frankfurt, 17.04.2026

Diplom-Volkswirt

**Axel Herlinghaus (CEFA)**

Commodity Advisor (ebs/BAI)

Senior-Aktienanalyst

 **DZ BANK**  
Die Initiativbank

# Agenda



1. Überblick über das Aktienresearch der DZ BANK
2. Methodik/Vorgehensweise Aktienanalyse
3. Praxisbeispiel: **“SaaSpokalypse (Now)“**

*Die Pflichtangaben für Research-Publikationen (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie weitere aufsichtsrechtliche Hinweise, insbesondere zu Methoden und Verfahren, zur Conflicts of Interest Policy des DZ BANK Research sowie zu Statistiken über Anlageempfehlungen können kostenfrei unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) eingesehen und abgerufen werden.*

<sup>1)</sup> - <sup>12)</sup> Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

# 1. Überblick Aktienresearch der DZ BANK

# DZ BANK Aktienresearch – Philosophie



## Coverage

### ➤ Deutsche + Internationale Aktien

- Alle 40 Unternehmen aus dem DAX und (fast) alle Unternehmen aus dem MDAX und dem Euro STOXX 50
- Internationale Large Caps => **Alleinstellungsmerkmal!**  
*... in deutscher Sprache*

### ➤ Kontinuität

- **Atmendes Universum** => Old vs. New / DM vs. EM  
=> *Cyber-Security, Erneuerbare Energien, Gaming*

## Publikationen

### ➤ **Daily:** Ersteinschätzung zu tagesaktuellen Ereignissen

- **Flash:** Geschäftszahlen, Unternehmens- und Branchenereignisse, Änderung der Einschätzung (AU, FV) ... **additive „Grafik-Seiten“**

### ➤ **Studien:** Unternehmens-/Branchenstudien, Aktienideen Global

- **Auf den Punkt** (monatlich): Präsentation von (Investment-)Themen und dazu passende Aktien => **Idee des Monats**

„Old“

	Umsatz		Ergebnis je Aktie		KGV	Free Cashflow je Aktie		Free Cash- Dividende	
	Mrd. USD		USD			USD		flow yield je Aktie	
							%	USD	
2023/24	53,0	(53,0)	5,56	(5,56)	21,1	4,18	(4,18)	3,6	1,60
2024/25e	57,4	(57,9)	6,04	(6,20)	24,6	2,62	(3,22)	1,8	1,80
2025/26e	65,5	(65,7)	6,70	(7,09)	22,2	3,43	(4,44)	2,3	2,10
2026/27e	76,8	(74,7)	8,01	(8,08)	18,6	5,07	(5,80)	3,4	2,30

\* Geschäftsjahresende per 31.05. – Werte in Klammern: Angaben aus der letzten Publikation

### 3Q mit Licht und Schatten / „RPO-Sprung“ auf 130 Mrd. USD ist mehr als bemerkenswert

» **Intro:** Oracle (ORCL) hat einen gemischten Reporting-Termin zum 3Q 24/25 vorgelegt. Dabei kamen die 3Q-Zahlen und die 4Q-Guidance unter den Markterwartungen ins Ziel, während die Entwicklung der Remaining Performance Obligations (RPO) und die organischen Umsatzwachstumsprognosen für die Geschäftsjahre 25/26 und 26/27 mehr als deutlich über den Konsensprojektionen lagen.

» **3Q 24/25:** Der Konzernumsatz kletterte um (währungsbereinigte) 8% (Guidance: 9-11%) auf 14,13 (Konsens: 14,38) Mrd. USD. Das Kerngeschäft „Cloud Services & License Support“ zog um 12% (wb) auf 11,01 (Konsens: 11,18) Mrd. USD an, wobei die reinen Cloud-Erlöse (SaaS & IaaS/PaaS) 6,21 Mrd. USD (+25% vs. Guidance: 25-27%) betragen und mittlerweile 44% (VJ: 38%) des Konzernumsatzes ausmachen. Das adj. EBIT stieg um 7% auf 6,20 (Konsens: 6,26) Mrd. USD, wofür ein günstigerer Produktmix (aka: höhere Bruttomargen), Skaleneffekte im Cloud-Business und gute Kostenkontrolle verantwortlich waren. Die adj. EBIT-Marge kam demgemäß mit 43,8% (VJ: 43,6%, Konsens: 43,6%) ins Quartalsziel. Das adj. EPS erreichte 1,47 USD (+4% vs. Guidance: 7-9%), was den Konsens (1,49 USD) aber sanft verfehlte. Gründe dafür waren (a) eine ungünstigere Wechselkursentwicklung & (b) ein höherer Steuersatz, die kumuliert 0,06 „EPS-USD“ kosteten.

» **Guidance:** ORCL erwartet für das 4Q 24/25 ein währungsbereinigtes Umsatzwachstum von 9-11% (Konsens: +11,5%). Die Konsensverfehlung geht dabei auf eine (leicht) verzögerte Datencenter-Expansion (aufgrund von Komponentenmangel) zurück. Das Cloud-Umsatzwachstum (SaaS & IaaS/PaaS) wird bei 25-27% verortet. Das adj. EPS soll 1,62-1,66 (Konsens: 1,77) USD betragen, wobei es von der (negativen) F/X-Entwicklung (-0,02 USD) und einem (einmaligen) Investment-Verlust (-0,03 USD) belastet wird.

» **Bemerkenswert:** (1) Die vertraglich bereits gesicherten Zukunftsumsätze [Remaining Performance Obligations (RPO)] beliefen sich per Ende Februar auf 130 Mrd. USD (+63%), was die Konsenserwartung von 104 Mrd. USD meilenweit überstieg und den massiven „Cloud-Appetit“ der ORCL-Kunden („Cloud-RPO“: >90%, Cloud-RPO/RPO: >80%) mehr als deutlich akzentuierte. (2) Vor dem Hintergrund der dynamischen Cloud-Nachfrage (inkl. Fahrt aufnehmender Cloud-Migration der Datenbank-Kunden) & der wachsenden Datencenter-Kapazitäten erwartet ORCL für die Geschäftsjahre 25/26 und 26/27 organische Wachstumsraten von +15% bzw. +20%, womit die jeweiligen Konsens-Latten von +12,7% bzw. +14,2% mit stattlicher Überflughöhe passiert wurden. Das Management geht mit erhöhter Konfidenz davon aus, die 25/26er-Umsatzprognose von 66 Mrd. USD zu erreichen. In den Schätzungen sind dabei noch keinerlei „Stargate-Umsätze“ enthalten. (3) ORCL hat die Schätzung für die Sachinvestitionen im GJ 24/25 auf ~16 (zuvor: ~14) Mrd. USD angehoben. Vorgezogene Investitionen aus dem 4Q ließen dabei das 3Q-CAPEX-Volumen auf >5,8 Mrd. USD anschwellen. (4) Maßgeblich wegen seiner dominierenden Wettbewerbsposition im Datenbanken-Geschäft & der Low-Cost-/High-Performance-Architektur der Oracle Cloud Infrastructure (OCI 2.0) sieht sich ORCL bestens für das KI-Inferenz-Business aufgestellt. ORCL sieht im KI-Inferenz-Geschäft eine größere Opportunität als im KI-Trainings-Business.

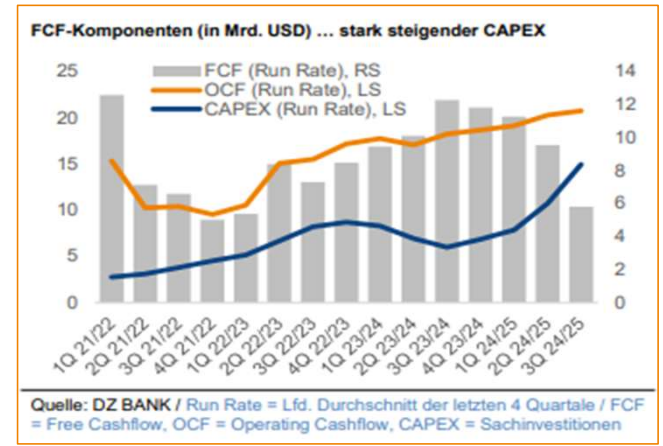
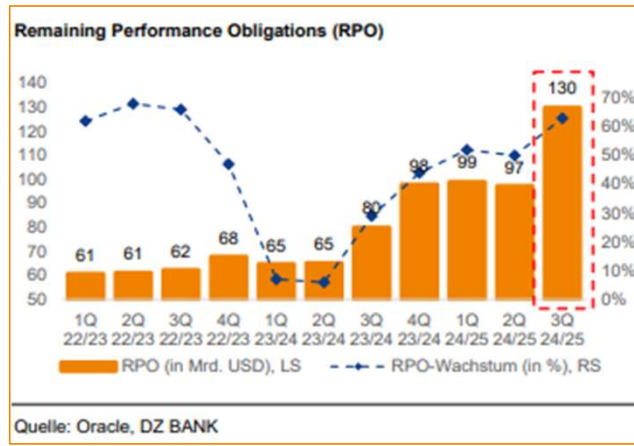
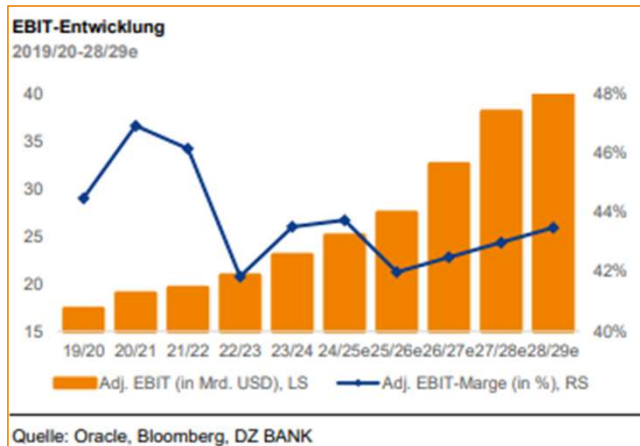
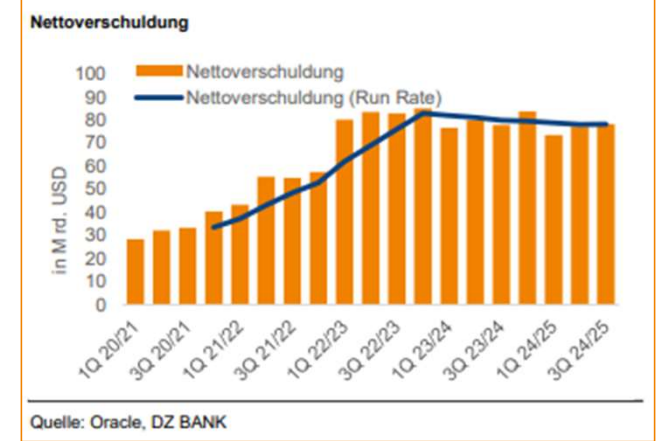
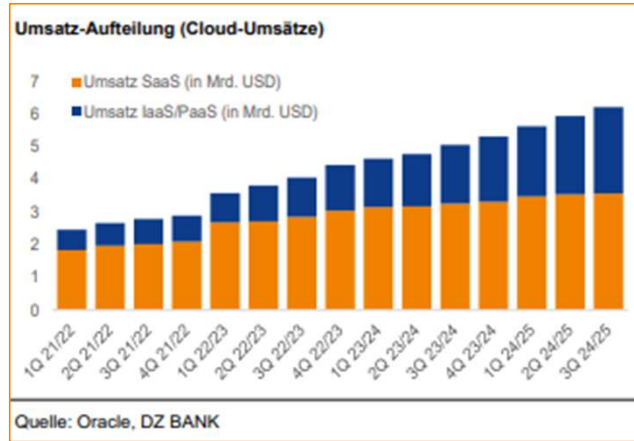
» **Modell:** Wir haben unsere Umsatzwachstumsschätzungen auf der Zeitachse (etwas) nach hinten verlagert. Für die GJ 25/26 & 26/27 haben wir die EBIT-Margen-Prognosen heruntergenommen, weil wir einen (leicht) reduzierten Auslastungsgrad der ORCL-Datencenter erwarten. Letzterer basiert auf unserer Annahme einer abermals beschleunigten Datencenter-Expansionsdynamik (aka: höherer CAPEX), um die hohe Cloud-Nachfrage der Kunden perspektivisch befriedigen zu können.

Das 3Q-Reporting von ORCL wies Licht und Schatten auf. Dabei gewichten wir den erneuten „RPO-Quantensprung“ auf 130 Mrd. USD und die deutlich über den Erwartungen liegenden Prognosen für das organische Umsatzwachstum in 25/26 und 26/27 höher als die suboptimalen 3Q-Zahlen und die eher schwache 4Q-Guidance. Nach Aktualisierung des DCF-Modells sinkt der FW zwar auf 202 USD. Viel wichtiger ist aber, dass das ORCL-Business-Modell langfristig voll auf Kurs ist, um von den reichhaltigen Cloud- und KI-Chancen zu profitieren.

# DZ BANK Unternehmensresearch – Innovation (Investment-Case in 6 Grafiken)



**„New“**



## Zielgruppen- Orientierung

- **Verständliche Anlageurteile:** **Kaufen**, **Halten**, **Verkaufen**
- **Klare Aussagen**
- **Hohe Aktualität:** Schnelle Reaktion auf relevante Ereignisse
- **Nachvollziehbare Argumentation**
- **Zusatzinformation**  
*... u.a. vermehrter Einsatz von „Flash-Grafik-Seiten“ & „Bewertungs-Modellen“*

## Ansatz (Aktienanalyse)

- Fundamentale Analyse und Unternehmensbewertung
- Bottom-Up-Ansatz  
*... ohne Vernachlässigung des Top-Down-Makro-Settings*
- Grundlage für fundierte Anlageentscheidungen schaffen
- Differenzen zwischen aktuellem Aktienkurs und Fair Value (*aka: das **Upside-** bzw. das **Downside-Potenzial***) identifizieren

## 2. Aktienanalyse – Methodik/Vorgehensweise

# Methodik

Aktienanalyse beschäftigt sich mit zwei „Markt-Typen“



## Produktmärkte

(z.B. Autos, Software, Nahrungsmittel, Konsum, Versicherungen ...)



## Aktienmärkte

(u.a. Bewertungen, **Sentiment**, Money-Flow)



- Suche nach Unternehmen mit nachhaltigem Wettbewerbsvorteil (z.B. Technologievorsprung), ...
- ... der relativ höheres Wachstum & überdurchschnittliche Renditen ermöglicht
- ...
- **Die INNEN-Ansicht**

- Suche nach Unternehmen, deren Aktienkurs z.B. den identifizierten Wettbewerbsvorteil – strukturell oder temporär – nicht adäquat reflektiert
- Suche nach (systematischen) Fehlbewertungen
- ...
- **Die AUSSEN-Ansicht**

## Methodik

### Informationsquellen und Informationsverarbeitung

#### Informationsquellen

- **Analysten- & Investorenkonferenzen**
- **Geschäftsberichte & Präsentationen**
- **Informationssysteme (insb. Bloomberg)**
- Kommunikation mit UNen (Vorstand, IR-Team)
- Blick auf Wettbewerber, Zulieferer, Abnehmer
- **NEW:** YouTube-Videos, Online-Seminare & Social-Media-Posts der führenden „KI-Experten“ (Pro & Contra)
- Branchen-Verbände, -Reports
- Rating-Agenturen
- Kunden mit Unternehmenskontakten
- Studien von Think-Tanks & öffentliche Stellen
  - ... z.B. USDA (u.a. WASDE-Report)
  - ... z.B. NOAA (u.a. El-Nino-Forecast)



# Methodik

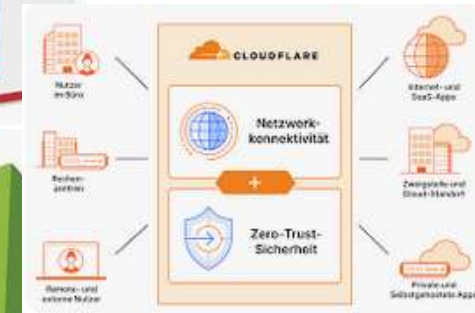


## Informationsquellen und Informationsverarbeitung – Institutionell vs. Retail

Name	Sektor	Sub-Sektor	Analyst
Adobe Inc	Software	Anwendungssoftware	Herlinghaus
Cloudflare	Software	Infrastruktursoftware	Herlinghaus
Microsoft	Software	Infrastruktursoftware	Herlinghaus
Oracle	Software	Infrastruktursoftware	Herlinghaus
Service Now	Software	Anwendungssoftware	Herlinghaus
Shopify	Software	Anwendungssoftware	Herlinghaus
Palantir	Software	Anwendungssoftware	Herlinghaus
Unilever	Konsumgüter	Pflege-Produkte	Herlinghaus
Anheuser-Busch InBev	Nahrungsmittel	Getränke / Bier	Herlinghaus
Coca-Cola	Nahrungsmittel	Getränke / Softdrinks	Herlinghaus
Danone	Nahrungsmittel	Milchprodukte / Spezialernährung	Herlinghaus
Nestlé	Nahrungsmittel	Kaffee / Spezialernährung / Tiernahrung	Herlinghaus
PepsiCo	Nahrungsmittel	Getränke / Softdrinks & Snacks	Herlinghaus
Südzucker	Nahrungsmittel	Zucker, Bioethanol, Stärke, Bio-based Chemicals	Herlinghaus
K+S	Agrar-Chemie	Düngemittel	Herlinghaus
KWS	Agrar-Chemie	Saatgut	Herlinghaus

# Methodik

Informationsquellen und Informationsverarbeitung – Institutionell vs. Retail



- Digitale Transformation**
- Künstliche Intelligenz (GenAI)**
- SaaSokalypse**
- Inflation & Konsum-Budgets**
- Abnehm-Spritzen (Wegovy & Co.)**
- (Regional-)Wetter & Klimawandel**
- Geopolitik (u.a. Zölle, Rohöl, Energie)**
- Wirtschaftspolitik (u.a. Mercosur, RED III)**

# Analysten-Alltag ... kann durchaus (sehr) abwechslungsreich ausfallen



Berichtssaison „KJ 4Q23“ dazu „ellen sich positive/ne...“ Pre-Announcements

	ag	K	status
1	ag	L	
2	ag		
3	ag		
4	ag		
5	ag		
6	ag		
7	ag		
8	ag		
9	ag		
10	ag		
11	ag		
12	ag		
13	ag		
14	ag		
15	ag		
16	ag		
17	ag		

**ULVR:**

Wie entwickelt sich das organische Wachstum (Volumen bzw. Preis/Mix) der Beauty-Produkte (insb. in China)?

**NET:**

Wie steht es mit den neuen Zero-Trust-Produkten ... und bekommen sie genügend Grafikprozessoren (GPU) für Ihre Daten-Center?

**KWS:**

Welche Auswirkungen hat die Ernteverzögerung bei Sojabohnen auf Ihren Mais-Saatgut-Verkauf für die Safrinha-Saison?

**PepsiCo:**

Beobachten Sie in Europa wg. der angespannten Konsumenten-Budgets verstärkt Down-Trading und/oder Private-Label-Konkurrenz?

# Methodik

Wie gehe ich grundsätzlich bei einer Aktienbewertung vor (Grob-Schema)



# Methodik



Was bedeutet MULTIDIMENSIONALE „Unternehmens-Erfassung“?

## Harte Faktoren

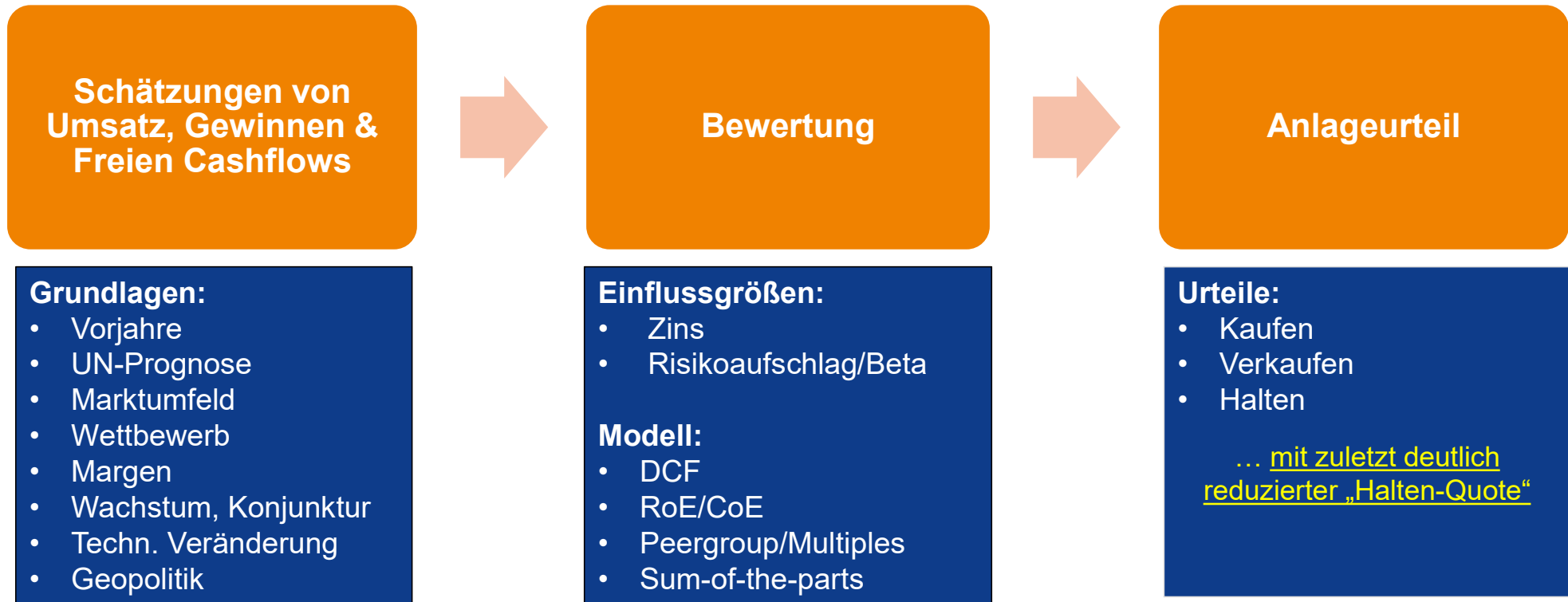
- Wettbewerbsintensität, Markteintrittsbarrieren
- Preissetzungsmacht bzw. Verhandlungsmacht der Kunden und Lieferanten
- Bedrohung durch Substitute (oder neue Technologien)
- Regulatorisches Umfeld (aka: Politik)
- Geostrategisches Umfeld (aka: Geopolitik)
- Veränderungen von Kundenverhalten und gesellschaftlichen Trends
- Lieferketten-Abhängigkeiten
- ...

## Weiche Faktoren

- Managementqualität
  - *Qualifikation*
  - *Track Record*
  - *Authentizität*
  - *Prognosefähigkeit*
  - *(Kapitalmarkt-)Vertrauen*
- Dividendenpolitik und Aktienrückkaufprogramme
- Informationspolitik und Investor Relations-Arbeit
- Erwarteter Newsflow
- ...

# Methodik

## Anlageurteil – Schematischer Prozess-Verlauf



# Methodik

Wie bewerten wir Unternehmen?



## Absolute Bewertungsverfahren

- **Discounted Cash Flow (DCF)**: Hohe Bedeutung des finalen Wertes (aka: Terminal Value)
- **Sum-of-the-Parts-Bewertung** („Segment für Segment“)
- **Residualeinkommensmethode: ROE/COE**, hohe Bedeutung des Buchwerts



Innerer Wert

**Ergebnis**

## Relative Bewertungsverfahren

- **Peer-Group-Analyse – Kennzahlen** (hoher Einfluss aktueller Marktwerte)
- **Peer-Group – Regression** (Berücksichtigung von relativen Verhältnissen bei der Bewertung; z. B. K/BW zu ROE)
- **Historische Kennzahlen** (Fokus auf die Vergangenheit)
- **Sonstige Kennzahlen** (z. B. Übernahmen von Wettbewerbern)



Bepreisung

**Fair Value, Anlageurteil**

# Methodik

## DCF-Modell: Vorteile und Herausforderungen



### Vorteile

- DCF-Verfahren entspricht **anerkannten Standards**
- **Weit verbreitet** bei internationalen Investoren (insb. USA, UK)
- **Eliminierung von** Einflüssen durch **Bilanzpolitik**
- **Relativierung von zyklischen Effekten**
- Bessere Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen
- Robuste, fundamentale Bewertung

### Herausforderungen

#### Zähler:

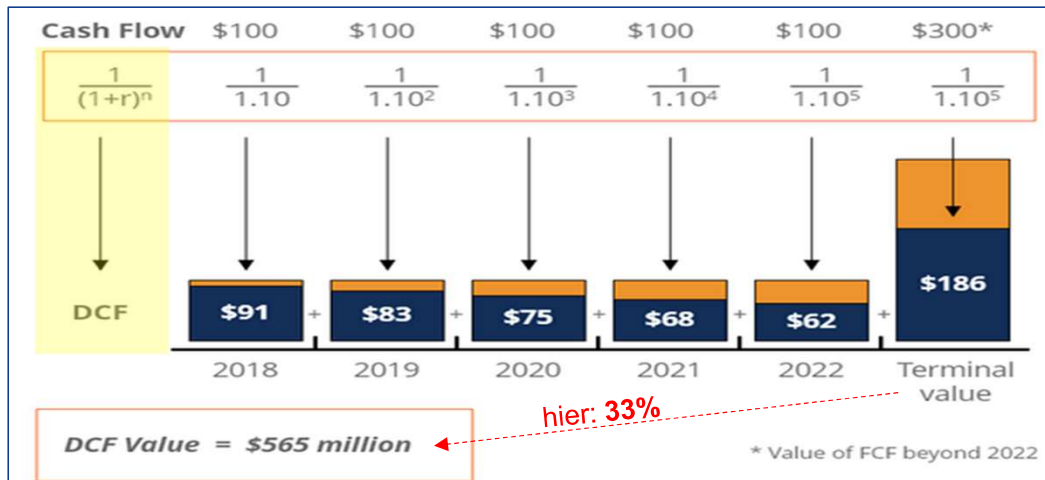
- Große **Unsicherheit** bzgl. der Schätzung der **langfristigen FCFs**
- **Uneinheitliche FCF-Definitionen**
- **Hohe Bedeutung** des **Terminal Values** ... und damit des **WACC**  
=> insb. bei jungen Wachstums-Unternehmen

#### Nenner:

- Diskontierung: Wie hoch sind die Kapitalkosten (WACC)?
- Wie hoch ist der risikofreie Zins?
- Welche Risikoprämie ist angemessen?
- Beta-Faktor und FK-Kosten

#### Markt:

- Wert aus Holdings wird nicht richtig berücksichtigt
- Abkopplung von Marktbewegungen



# Methodik



## DCF-Modell (Bsp: Cloudflare) ... Bedeutung des Abzinsungszinssatzes (WACC) (Part 1)

Schätzjahre	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal Value
FCF Wachstumsfaktor	53,9%	63,6%	45,8%	42,0%	39,0%	36,6%	34,7%	32,9%	31,2%	29,6%	
Free Cashflow	257	420	613	870	1.210	1.652	2.224	2.955	3.876	5.021	121.057
Abzinsungszeitraum (in Jahren)	0,89	1,89	2,89	3,89	4,89	5,89	6,89	7,89	8,89	9,89	9,89
Barwertfaktor	0,91	0,82	0,74	0,67	0,60	0,54	0,49	0,44	0,40	0,36	0,36
Barwert der Free Cashflows Prognosephase	234	345	454	581	727	895	1.086	1.300	1.537	1.794	43.254
Kumulierte Free Cashflows (Barwerte)	8.953										
+ Barwert Ewige Rente	43.254										
= Barwert Free Cashflows	52.207										
-/+Netto-Verschuldung/Netto-Liquidität	668										
= Marktwert des Eigenkapitals (inkl. Anteile Dritter)	52.875										
- Anteile Dritter	0										
= Marktwert des Eigenkapitals (ohne Anteile Dritter)	52.875										
/ Voll verwäss. Aktienanzahl f. DCF-Mod. (Mio. Stück)	365,50										
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>145 USD</b>										

**WACC-Berechnung**

Anzahl Aktien per GJ-ende (in Mio. Stück)	352,95
Eigenkapital zu Marktwerten	58.823
Gewichtung EK	97,57%
Fremdkapital zu Buchwerten	1.463
Gewichtung FK	2,43%
Eigenkapital-Kosten	11,16%
Fremdkapital-Kosten	3,51%
<b>WACC</b>	<b>10,97%</b>

hier: ~83%

## Methodik:

### DCF-Modell (Bsp: *Cloudflare*) ... Bedeutung des Abzinsungszinssatzes (WACC) (Part 2)

Schätzjahre	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	Terminal Value
FCF Wachstumsfaktor	53,9%	63,6%	45,8%	42,0%	39,0%	36,6%	34,7%	32,9%	31,2%	29,6%	
Free Cashflow	257	420	613	870	1.210	1.652	2.224	2.955	3.876	5.021	98.717
Abzinsungszeitraum (in Jahren)	0,89	1,89	2,89	3,89	4,89	5,89	6,89	7,89	8,89	9,89	9,89
Barwertfaktor	0,90	0,81	0,72	0,64	0,58	0,51	0,46	0,41	0,37	0,33	0,33
Barwert der Free Cashflows Prognosephase	232	340	442	561	696	849	1.021	1.211	1.419	1.642	32.278
Kumulierte Free Cashflows (Barwerte)	8.413										
+ Barwert Ewige Rente	32.278										
= Barwert Free Cashflows	40.690										
-/+Netto-Verschuldung/Netto-Liquidität	668										
= Marktwert des Eigenkapitals (inkl. Anteile Dritter)	41.358										
- Anteile Dritter	0										
= Marktwert des Eigenkapitals (ohne Anteile Dritter)	41.358										
/ Voll verwäss. Aktienanzahl f. DCF-Mod. (Mio. Stück)	365,50										
<b>Fairer Wert je Aktie</b>	<b>113 USD</b>										

hier: ~79%

**WACC-Berechnung**

Anzahl Aktien per GJ-ende (in Mio. Stück)	352,95
Eigenkapital zu Marktwerten	58.823
Gewichtung EK	97,57%
Fremdkapital zu Buchwerten	1.463
Gewichtung FK	2,43%
Eigenkapital-Kosten	12,17%
Fremdkapital-Kosten	4,07%
<b>WACC</b>	<b>11,97%</b>

## Methodik:

### Sum-of-the-Parts-Bewertung

- Typischerweise steht bei den meisten Investoren das Gesamtunternehmen im Fokus, ...
- ... was bei recht homogenen und miteinander in einem starken Zusammenhang stehenden Segmenten auch in Ordnung ist
- **Aber:** Es gibt auch Ausnahmen, wie z.B. **Konglomerate bzw. Mischkonzerne**, die aus teilweise nicht-zusammenhängenden Geschäftsfeldern bestehen
- Hier **kann die Summe der Einzelteile (Sum-of-the-Parts) schon einmal größer sein als eine Gesamtbewertung [z.B. via DCF oder „Grob-Multiples“ (u.a. KGV, EV/EBITDA)]**
- Es gilt: Je unterschiedlicher die Segmente, desto größer die Wahrscheinlichkeit, dass der Markt bestimmte Assets „übersieht“
- **6 Schritte:**
  - (1) Segmentdaten erheben
  - (2) Anpassungen an den Daten vornehmen
  - (3) Multiples je Segment festlegen (z.B. Trading Multiples vs. Transaction Multiple)
  - (4) Enterprise Value ermitteln
  - (5) Wert des EK bestimmen
  - (6) Sicherheitsmarge ermitteln

## Methodik:

### Sum-of-the-Parts-Bewertung (Beispiel: BASF), ... *Beispiel (aus März 2024)*



SUM-OF-THE-PARTS EV/EBITDA 2025E							
Segment (Mio. EUR)	Umsatz 2025e	Umsatzanteil	Adj. EBITDA 2025e	Marge	Sektor-Faktor	Enterprise Value	Peers
Chemicals	11.432	15,6%	1.658	14,5%	6,9	11.438	Dow, Sinopec, Arkema
Materials	15.005	20,5%	2.101	14,0%	5,4	11.344	Covestro, Huntsman
Industrial Solutions	8.642	11,8%	1.245	14,4%	5,8	7.218	Evonik, Lanxess
Surface Technologies	16.879	23,1%	1.604	9,5%	5,0	8.018	Akzo
Nutrition & Health	7.561	10,4%	786	10,4%	5,5	4.325	Evonik, DSM
Agricultural Solutions	10.279	14,1%	2.426	23,6%	8,6	20.862	Corteva
Sonstige	3.252	4,5%	-354		2,0	-708	
<b>Gruppe</b>	<b>73.050</b>	<b>100,0%</b>	<b>9.465</b>	<b>13,0%</b>	<b>6,6</b>	<b>62.496</b>	
- Nettoverbindlichkeiten						21.573	
- Pensionsrückstellungen						3.311	
- Anteile Dritter						1.534	
+ At-equity Wintershall DEA (Harbour Energy 39,6%)						4.202	Hess, Apache, Marathon, Harbour Energy
+ At-equity (Sonstige)						2.370	
<b>Eigenkapital</b>						<b>42.650</b>	
Durchschnittliche Anzahl Aktien, voll verwässert (Mio.)						892,5	
<b>Fair Value je Aktie (EUR)</b>						<b>48</b>	

## Methodik:

### Fazit



- **Aktienanalyse** ist eine **Mischung aus** Handwerk und Kunst bzw. **Transpiration und Inspiration**: Marktkenntnis von erfahrenen und unabhängigen Analysten erforderlich
- Berücksichtigung harter UND weicher Mikro-UND Makro-Faktoren
- (Mögliche) Anwendung einer Vielzahl verschiedener Bewertungsverfahren

Wer (noch) mehr zur Methodik erfahren möchte ... es gibt eine **DZ BANK Grundlagenstudie „Methodenansatz Aktienanalyse“**

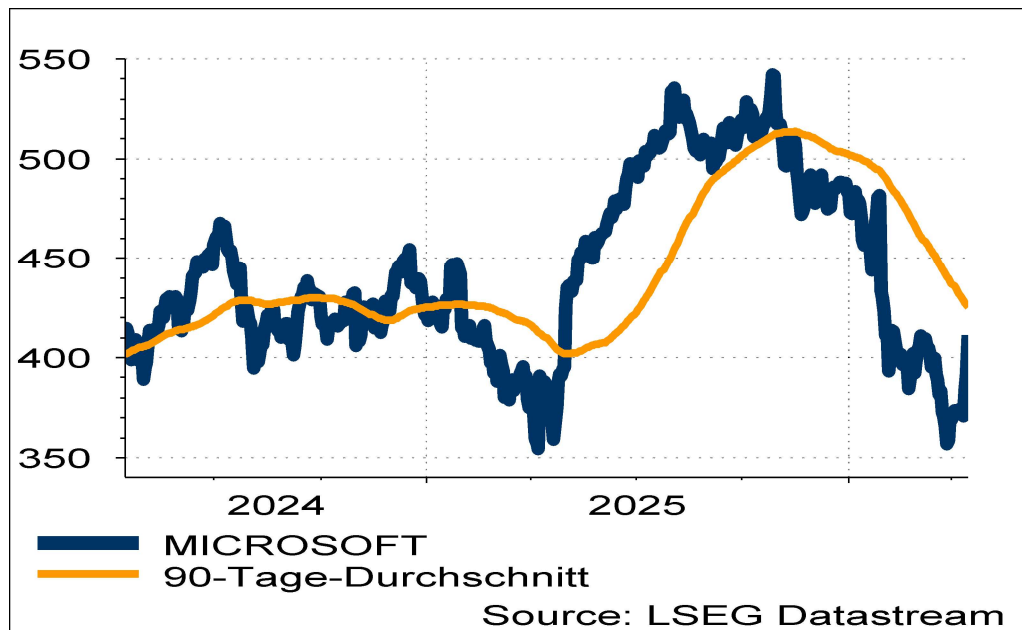
### 3. Praxisbeispiel: „SaaSpokalypse“

Warum KI – **LANGFRISTIG** – eben doch **NICHT ALLE** Software-as-a-Service-Unternehmen bedroht

# Aktien im (heutigen) Fokus

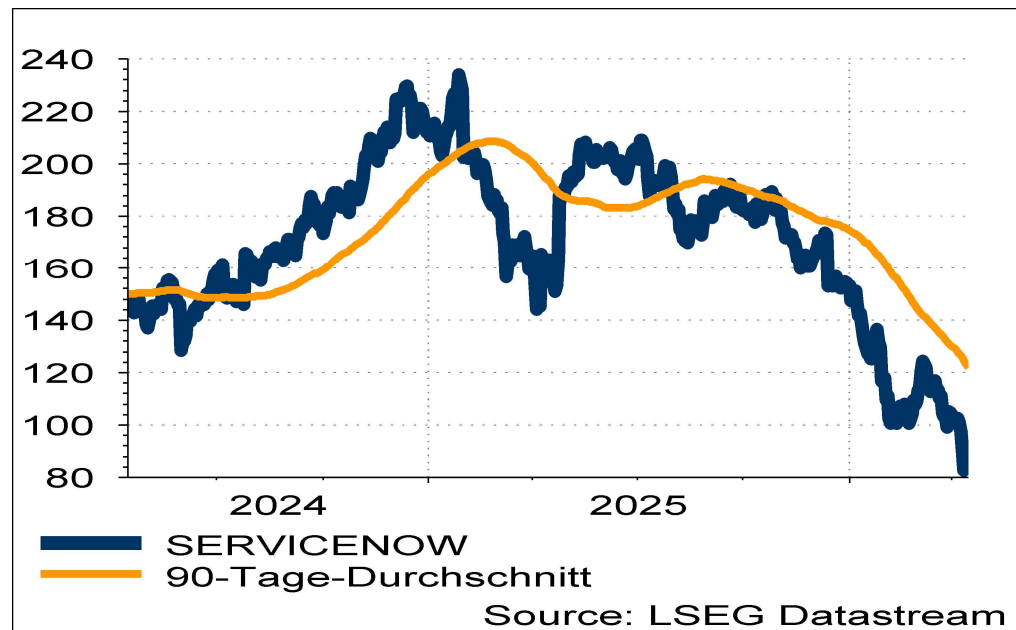


Microsoft (MSFT) & ServiceNow (NOW)



## Microsoft<sup>10)11)</sup>

- AU: **Kaufen**
  - FW: 620 USD
  - Kurs: 420 USD
- Datum: 16.04.2026



## ServiceNow

- AU: **Kaufen**
  - FW: 204 USD
  - Kurs: 96 USD
- Datum: 16.04.2026

## Der Markt ist dabei, dass „SaaS-Kind“ mit dem Bade auszuschütten



... aber ... nicht alle SaaS-Unternehmen sind von der kolportierten KI-Disruption gleich (betroffen)



# Was ist SaaS?

... das Modell der cloudbasierten Software-Bereitstellung (aka: Software nutzen statt besitzen)

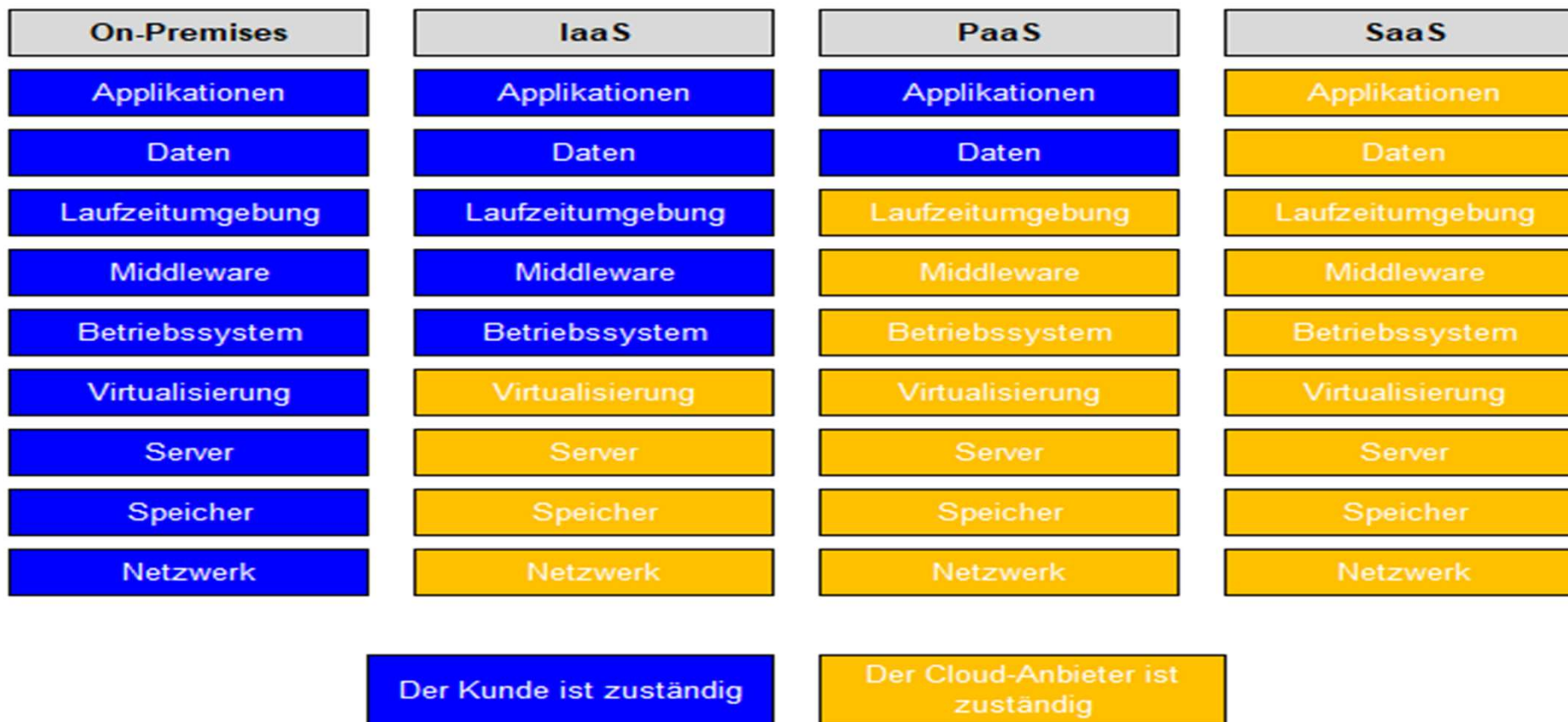
- **Software-as-a-Service (SaaS)** ist ein Lizenz- und Bereitstellungsmodell, bei dem Software zentral verwaltet (aka: gehostet) und über das Internet bereitgestellt wird.
- Anwender greifen über einen Webbrowser auf die Anwendung zu, ohne dass eine Installation oder Wartung auf lokalen Geräten notwendig ist.
- SaaS-Anbieter kümmern sich um die gesamte Infrastruktur, Wartung, Updates und Sicherheit der Software.
- Kunden zahlen in der Regel ein Abonnement (monatlich oder jährlich) anstelle eines einmaligen Kaufs.
- **Vorteile:**
  - (1) **Keine eigenen Infrastrukturkosten**, da der Anbieter die gesamte Technik stellt;
  - (2) **kein Bedarf an** eigenen **IT-Technikern** für Installation und Wartung;
  - (3) **automatische & nahtlose Updates** ohne eigenen Betreuungsaufwand (aka: immer neueste Software);
  - (4) **hohe Skalierbarkeit** (User-Zahl, Funktionsumfang) und
  - (5) **weltweiter Zugriff**.
- **Beispiel: Microsoft 365**

Anstatt Software wie Word oder Excel zu kaufen und auf jedem Gerät einzeln zu installieren, abonnieren Kunden Microsoft 365. Sie greifen dann über das Internet auf die Anwendungen zu, erhalten automatisch alle Updates und können von überall auf ihre Dokumente zugreifen, ohne sich um die technische Wartung kümmern zu müssen.

# Was ist SaaS?



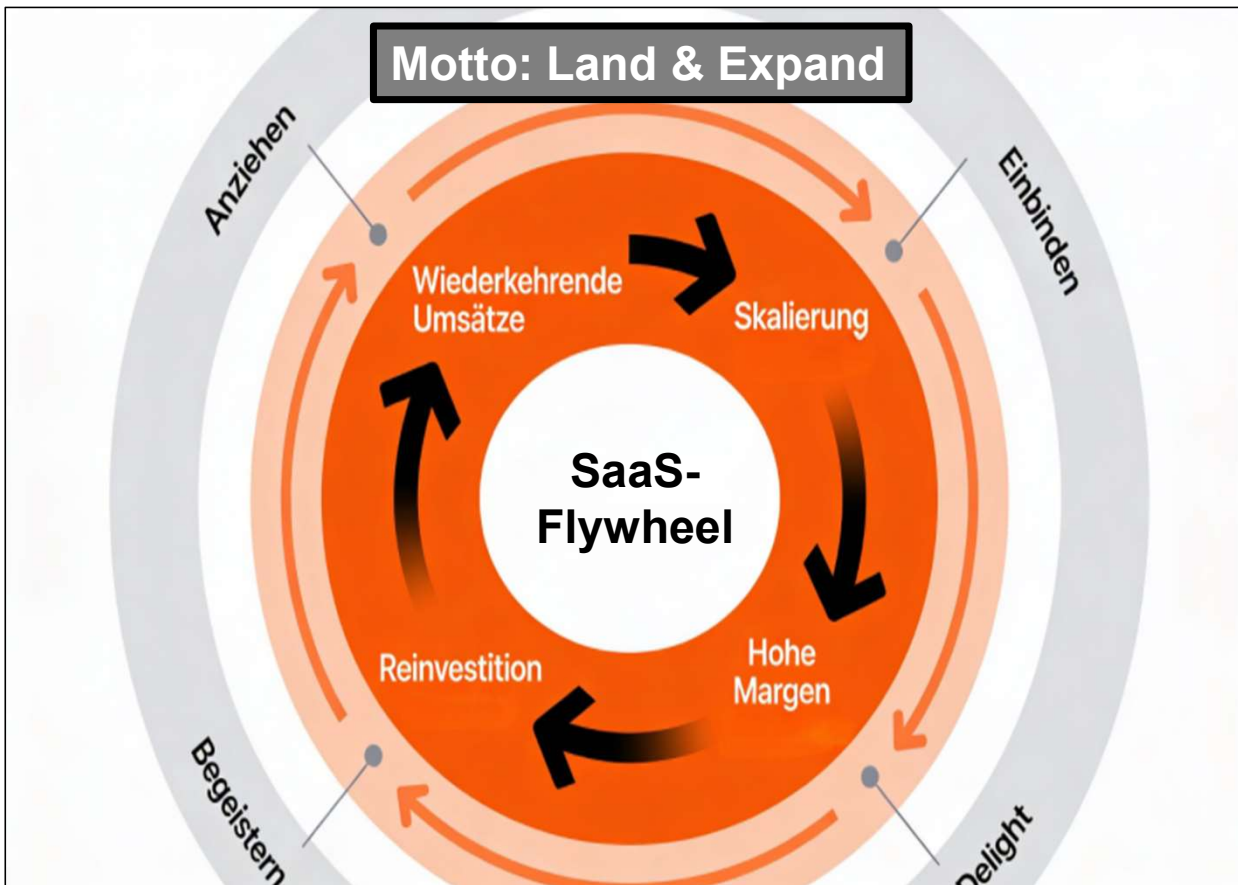
Begriffs-Sortierung: On-Premises vs. IaaS vs. PaaS vs. SaaS



# Warum ist das SaaS-Geschäftsmodell so profitabel?



... adj. EBIT-Margen der (etablierten) SaaS-Anbieter liegen bei 20-40% ... vereinzelt sogar >40%

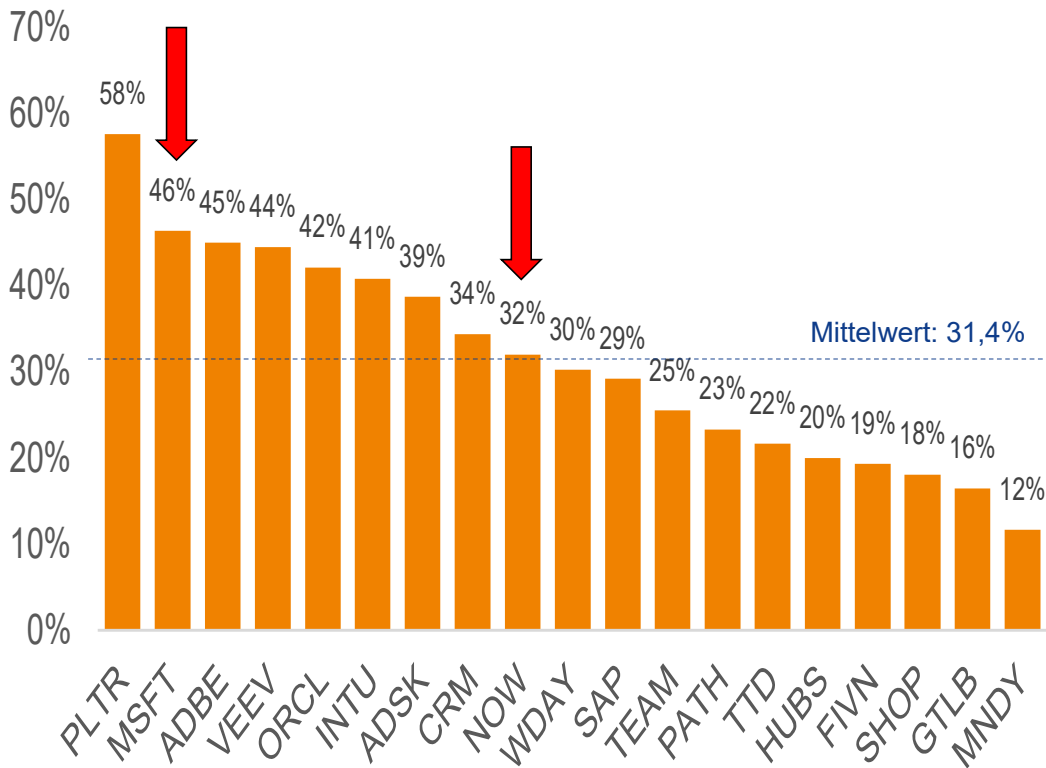


- **Wiederkehrende Umsätze & Skalierung (fast) ohne Grenzkosten** – Jeder neue Kunde erhöht den Umsatz, während die Infrastrukturkosten nahezu konstant bleiben  
=> steigende bzw. hohe Margen!!!
- **Kunden-Lock-In** durch Daten & Workflows / Jahrelange Prozessintegration macht die Migration kostspielig und riskant
- **Preissetzungsmacht** – Bei Plattform-Updates akzeptieren Kunden i.d.R. Preiserhöhungen, wenn die Funktionsausweitungen einen Mehrwert bieten
- Umsatzpotenziale durch **Up-Sell & Cross-Sell** (von Premium-Features & Zusatzmodulen)
- **Expandierender „SaaS-Kuchen“** – Steigende IT-Budgets (u.a. fortschreitende Digitalisierung, wachsende „Cloud-Akzeptanz“)

# Die EBIT-Marge ist auch ein Spiegel der Unternehmens-Lebensphase



... Mittelwert der adj. EBIT-Marge (2026e): 31,4%



Adj. EBIT-Marge	Bsp.	(Grobe) Kurz-Charakterisierung
15-20%	SHOP, HUBS	Übergang von "Growth um jeden Preis" zu profitablerem Wachstum / Hohe S&M-Quoten, teils noch signifikanter Services-Anteil / Margen begrenzt durch: lange Sales-Zyklen, hohe CAC, noch geringe Skaleneffekte in G&A und R&D
20-25%	TTD, HUBS	Reifes, aber noch nicht vollständig ausoptimiertes Geschäftsmodell / Gute Bruttomargen (75-80%), aber weiterhin nennenswerte Wachstumsinvestitionen in Produkt und Go-to-Market / Oft Mischung aus Enterprise Sales und Product-Led-Growth (PLG) / Services spielen mitunter auch eine Rolle
25-30%	SAP, TEAM	Große installierte Basis, hohe planbare Umsätze / Hohe Cloud-Bruttomargen (≥75%), aber "Legacy-Übergang" (u.a. Migration von On-Premise-Kunden), hoher Produktumfang (u.a. Komplexität, viele Module, End-to-End), viel Enterprise Services
30-35%	CRM, NOW, WDAY	"Best-in Class-Enterprise-SaaS" / sehr hohe Bruttomargen, Starke NRR, laufende (hohe) Investitionen in Enterprise Sales, neue Workflows/Module und KI-Funktionalitäten / Marge wird zugunsten von Wachstumsoptionalitäten (Land & Expand, KI-Upsell) gedeckelt
35-40%	ADSK	Ausgereifte Plattformen mit enormem Skalenvorteil und effizienter Distribution / Zusätzlicher Umsatz via Bundling/Upgrades / wenig zusätzlicher OPEX (je Umsatz-USD) benötigt / KI-Monetarisierung / relativ kleiner Services-Anteil
>40%	PLTR, MSFT, ADBE, ORCL	Extremer Operating Leverage / z.T. Must-Have-Software / tiefe Verankerung im Geschäftsmodell des Kunden / starke Plattform & Bündel-Logik / sehr hohe Bruttomargen / enorme Skaleneffekte / stark wachsende kommerzielle Kundenbasis im B2B-Geschäft

# Was hat sich in den letzten Monaten verändert? ... Die Technologie



Opus Claude 4.6 → Claude Cowork → Claude Cowork Plugins ... OpenClaw/Moltbook

Stand:  
Anfang März 2026

Zeitpunkt	Neuerung/Produkt	Was macht die Technologie	Warum reagieren SaaS-Titel so nervös
Ende Januar 2026	Openclaw	Open-Source-Assistent, der eigenständig Dinge erledigen kann: E-Mails sortieren, Dateien bearbeiten, - oft mit sehr weitreichenden Rechten	Openclaw zeigt, dass ein "KI-Agent" viele repetitive Aufgaben übernehmen kann. Heute nutzen Menschen mehrere SaaS-Tools / <b>Narrativ: Ein KI-Agent ersetzt 10 SaaS-Seats</b>
Ende Januar 2026	Moltbook	Eine Art Reddit nur für KI-Agenten / KI-Agenten posten, kommentieren, stimmen ab, organisieren sich in Communities	Moltbook zeigt, dass KI-Agenten sich organisieren können
Anfang Februar 2026	Claude Opus 4.6	Sehr leistungsstarkes KI-Modell	Sehr leistungsstarkes KI-Modell
...	...	...	...
...	...	...	...
...	...	...	...
Jan-Feb 2026	Medien-Narrativ "SaaSpokalypse" & Seat-Modell-Debatte	Artikel, Videos und Threads sprechen von "SaaSpokalypse", und "AI Eats SaaS"	Mediale Verstärkungseffekte: Technische Fortschritte werden als direkter Ersatz für Seats interpretiert (1 KI-Agent statt 10 User) ... Die Unsicherheit über künftige Monetarisierung (Seat vs. Outcome/Compute) führt zu massiver Multiple-Kompression im gesamten Sektor

KI-Technologie

... seither Anfang März noch hinzugekommene KI-Technologie-Entwicklungen  
 7.4.26  
 8.4.26  
 ...  
 Claude Mythos (Preview)  
 Claude Managed Agents

# Was hat sich in den letzten Monaten verändert? ... Die Technologie



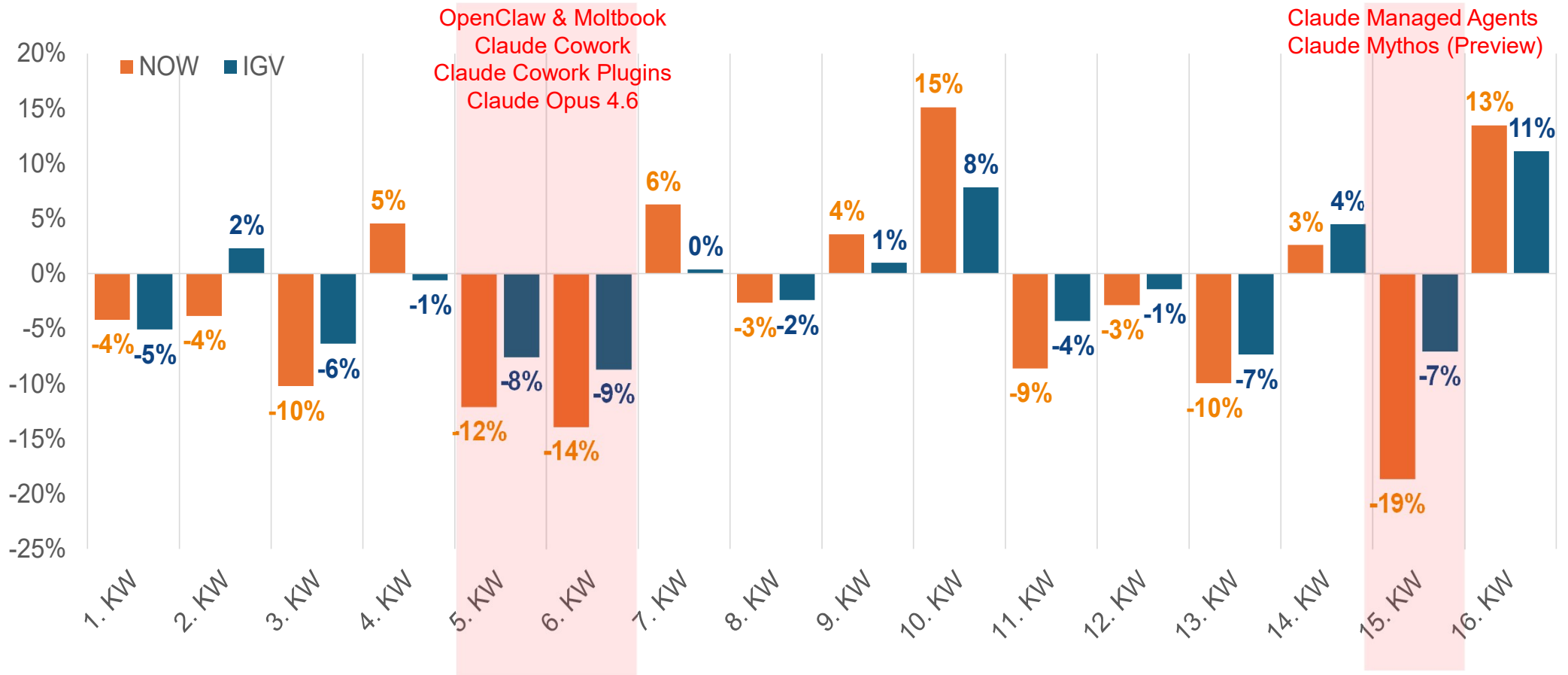
Opus Claude 4.6 → Claude Cowork → Claude Cowork Plugins ... OpenClaw/Moltbook

Technologie	Was bedeutet das?	Narrativ	(Befürchtete) Wirkung
OpenClaw	Demokratisierung der KI-Agenten-Erstellung	KI-Agenten ersetzen menschliche Arbeitskräfte	Man braucht <b>weniger "Seats"</b>
Opus 4.6	"Vibe-Coding-Quantensprung"	Sinken der Buy-vs-Build-Schwelle	Mehr Eigenentwicklungen & mehr Konkurrenz-Software / <b>weniger Spezial SaaS / Preisdruck</b>
Moltbook	KI-Agenten-Frameworks (für ganze Workflows)	Kommodifizierung der Funktionen	Verlust des Alleinstellungsmerkmals / <b>UI-Disintermediation</b> (KI-Agent wählt "SaaS-API") / <b>Workflow-Konkurrenz / Preisdruck</b>
Claude Cowork			
Claude Managed Agents			

# Was hat sich in den letzten Monaten verändert? ... Die Kurse



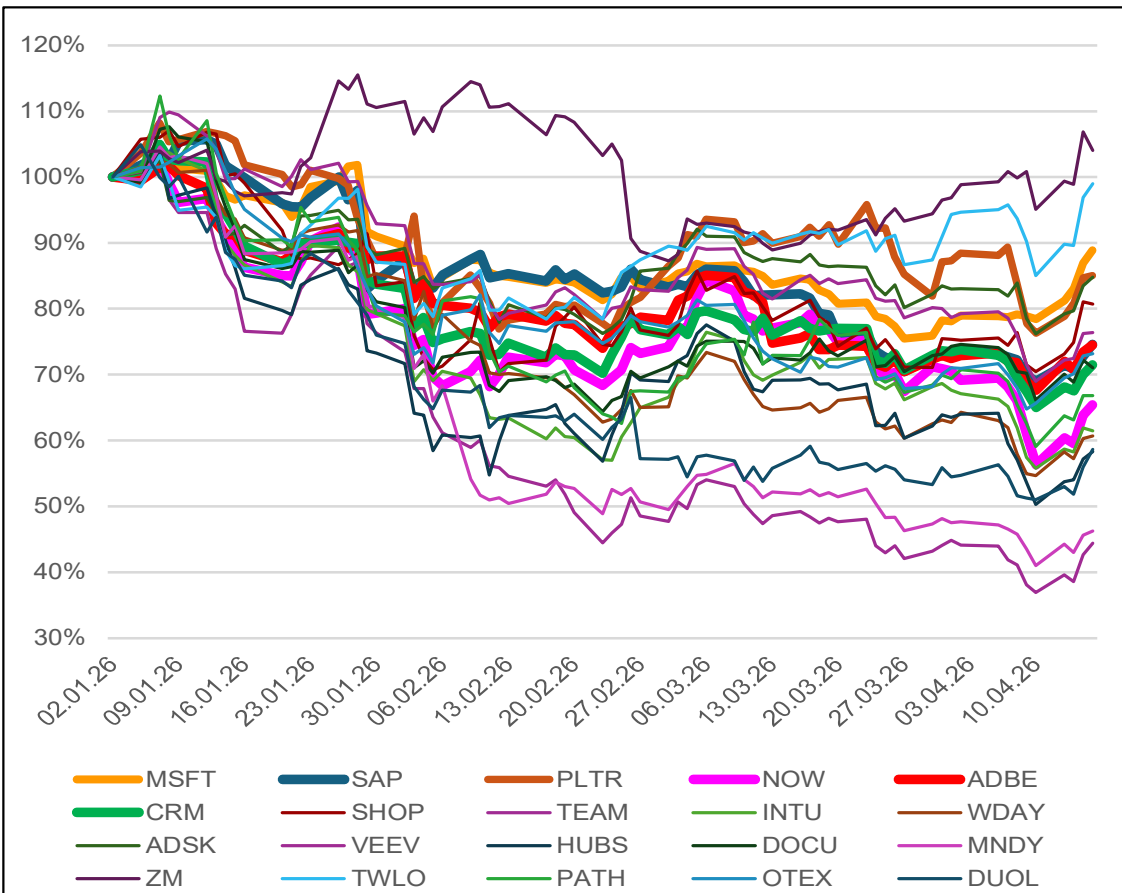
## KI-Entwicklungen als Event-Risk



# Was hat sich in den letzten Monaten verändert? ... Die Kurse



KI-Entwicklungen wurden pauschal eingepreist ... ohne die eigentliche angemessene Differenzierung



- **SaaS-Aktien (YTD): -28% ... in der Spitze: -36%**

- MSFT: -11% ... in der Spitze: -25%

- ADBE: -26% ... in der Spitze: -32%

- NOW: -35% ... in der Spitze: -44%

- **Gründe: Hohe Unsicherheit** (nach diversen KI-Weiterentwicklungen) => **Alles-muss-raus-Mentalität**

- **Kennzeichen:**

- **Kaum Differenzierung**

- **Grobe Terminal-Value-Entlüftung**

- **„High-Multiple-Werte“ im besonderen Fokus**

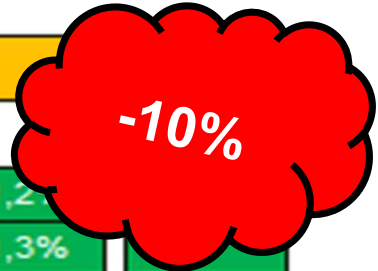
- **Kleinste** (vermeintliche) **Schwachstellen** in den Quartalszahlen **werden brutal abgestraft**

- **MSFT und NOW büßen nach starken bzw. sehr starken Quartalszahlen – als unmittelbare Marktreaktion – 10% ein**

# Was hat sich in den letzten Monaten verändert? ... Die Kurse

Kleinste Dellen in der Quartalszahlen-Rüstung werden unmittelbar abgestraft

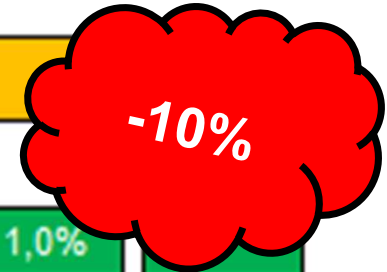
Microsoft							
2Q 25/26		Ist	Konsens	VQ			
Umsatz	in Mrd. USD	81.273	80.306	-	1,2%		
Azure-Wachstum	in %	38,0%	37,5%	39,0%	1,3%		
Adj. EBIT	in Mrd. USD	38.275	36.531	-	4,8%	✓	
EBIT-Marge	in %	47,1%	45,5%	-	3,5%	✓	
Adj. EPS	in USD	4,14	3,92	-	5,6%	✓	
OCF	in Mrd. USD	35,8	31,9	-	12,1%	✓	
CAPEX	26-	29,9	23,7	-	26,2%	✗	
FCF	in Mrd. USD	5,9	8,2	-	-28,4%	✗	
RPO	in Mrd. USD	625	500	-	25,0%	✓	
<b>3Q26-Guidance</b>							
Umsatz	in Mrd. USD	81,3	81,2	-	0,1%	≈	
Azure-Wachstum	in %	37,5%	37,0%	38,0%	1,4%	✓	
Adj. EBIT	in Mrd. USD	36,6	37,2	-	-1,6%	✗	



## Was hat sich in den letzten Monaten verändert? ... Die Kurse

Kleinste Dellen in der Quartalszahlen-Rüstung werden unmittelbar abgestraft

ServiceNow							
4Q25		Ist	Konsens	VQ			
Umsatz	in Mrd. USD	3.568	3.532	-	1,0%		
Adj. EBIT	in Mrd. USD	1.101	1.070	-	2,9%	✓	
EBIT-Marge	in %	30,9%	30,3%	-	1,9%	✓	
Adj. EPS	in USD	0,92	0,89	-	3,5%	✓	
FCF	in Mrd. USD	2,0	1,9	-	5,3%	✓	
RPO	in Mrd. USD	28,2	27,5	-	2,5%	✓	
<b>Guidance 2026</b>							
Subscr. Rev. Growth	in %	20,8%	18,5%	-	12,2%	✓	



# Warum „AI Eats SaaS“ (eben) nicht pauschal gilt



SaaS-Festungen: Regulierte Kernsysteme für Daten, Prozesse, Compliance & Risikoentscheidungen

- **(1) (Deterministische) Stabilität statt (wahrscheinlichkeitsbasierter) LLM-Logik**

**Unternehmen wollen bei Kernprozessen klare Wenn-dann-Beziehungen:** „Wenn Rechnung X eingeht, wird Zahlung Y exakt so verbucht.“ **Generative KI arbeitet** hingegen **mit Wahrscheinlichkeiten** und kann halluzinieren – das ist für Finanzabschlüsse, Risikomanagement, Compliance & Co. schlicht untragbar. SaaS-Systeme, die als verlässliche „Transaktionsmaschinen“ dienen, werden daher von KI eher ergänzt als ersetzt.

- **(2) System of Record als Bollwerk ... das sich zum System of Action formwandelt**

**Viele führende SaaS-Anbieter sind das zentrale „Daten-Gedächtnis“ ihrer Kunden (System of Record, SoR)** – die „Single Source of Truth“ für Verträge, Patientenakten, Buchhaltung, HR-Daten oder IT-Konfigurationen. Wer das SoR stellt, kontrolliert Datenstrukturen, Zugriffsrechte und Integrationen; KI-Tools müssen sich typischerweise an diese Plattform andocken, nicht umgekehrt.

- **(3) Proprietäre Daten als wahre Eintrittsbarriere**

Der **Engpass verlagert sich von „bestes KI-Modell“ zu „beste, reichste, sauberste Daten-Basis“**. Etablierte SaaS-Firmen sitzen auf jahrzehntelang gewachsenen, domänenspezifischen Datenbeständen (insb. Workflows, Edge Cases, Labels, Transaktionen), die neue KI-Player nicht einfach nachbauen können – selbst dann nicht, wenn deren Modelle kurzfristig besser wirken.

- **(4) „Fortress-SaaS-Unternehmen“ warten nicht auf ihren Untergang,**

Die führenden SaaS-Firmen integrieren bereits seit längerem die allerneuesten KI-Tools (u.a. Chatbots, KI-Agenten, Vibe Coding) tief in ihre eigenen Software-Plattformen.

# Warum „AI Eats SaaS“ (eben) nicht pauschal gilt



SaaS-Festungen: Regulierte Kernsysteme für Daten, Prozesse, Compliance & Risikoentscheidungen

- **(5) KI-Modelle sind auf dem Weg zu austauschbarer Infrastruktur**

KI-Modelle und APIs sind heute schon weitgehend substituierbar – oft genügt der Wechsel der Programmierschnittstelle (API), um ein anderes KI-Modell zu nutzen. Der dauerhafte Wert entsteht eher in Produktdesign, Einbettung in die tägliche Arbeit, Domain-Logik und Change-Management; hier haben vorhandene SaaS-Anbieter mit großer Nutzerbasis (Install-Base), bestehendem Vertriebsapparat und Kundenbeziehungen klare Startvorteile.

- **(6) Regulierte Branchen brauchen Governance, nicht nur Genialität**

In Bereichen wie Gesundheitswesen, Finanzindustrie oder öffentlicher Verwaltung zählen **Audit-Trails** (aka: lückenlose Protokolle wichtiger System-Aktionen), Revisionssicherheit, Zertifizierungen & klar definierte Verantwortlichkeiten mehr als „kreative“ KI-Antworten. **SaaS-Produkte, die diese Governance-Schicht bereits tief integriert haben, sind schwer zu verdrängen.** KI-Antworten, die immer „nur“ auf Wahrscheinlichkeiten beruhen, müssen innerhalb klarer Leitplanken (Guardrails) bleiben – also so gesteuert werden, dass sie nichts Kritisches alleine entscheiden, sondern nur Vorschläge machen, die von den bestehenden Regeln und Kontrollen des Unternehmens eingerahmt werden.

- **(7) KI verstärkt viele SaaS-Geschäftsmodelle, statt sie zu zerstören**

In zahlreichen Fällen erhöht KI den Wert von SaaS-Lösungen: Schnellere Workflows, bessere User Experience (UX), Automatisierung von Routineaufgaben innerhalb bestehender Produkte. Damit verschiebt sich die Frage von „wird SaaS ersetzt?“ zu „welche Anbieter nutzen KI am besten, um ihr bestehendes Geschäftsmodell aufzuwerten?“ – und genau hier sind gut positionierte, vertikal fokussierte oder tief integrierte SaaS-Player strukturell im Vorteil.

=> **TAM dürfte bei den „Fortress-SaaS“ durch 24-/7-KI-Agenten (in agentischen Systemen) deutlich steigen**

# Warum „AI Eats SaaS“ (eben) nicht pauschal gilt



SaaS-Festungen haben (sehr) gute Chancen, den (vertikalen) **Orchestration Layer** zu erobern

Modell 1: Das Überlebensmodell	Modell 2: Das Disruptionsmodell
Die KI dockt <b>UNTER</b> der SaaS-Oberfläche an	Die SaaS-App dockt <b>UNTER</b> der KI-Oberfläche an
Visuelle Metapher: Der Co-Pilot	Visuelle Metapher: Der Autopilot
Die SaaS-Anwendung bleibt das zentrale Cockpit. Die KI ist ein integrierter Assistent, der das Produkt verbessert und den Nutzer unterstützt.	Eine neue KI-Schicht wird zum zentralen Cockpit. Der Nutzer interagiert nur noch mit dem KI-Agenten, der im Hintergrund auf SaaS-Funktionen zugreift.
GEWINNER: Der etablierte SaaS-Anbieter	GEWINNER: Der Anbieter der KI-Schicht
✓ Kundenbeziehung bleibt erhalten ✓ Geschäftsmodell (Seat-Lizenz) wird gestärkt ✓ "Lock-in"-Effekt steigt	✗ SaaS wird zum austauschbaren Zulieferer ✗ UI-Disintermediation & Margendruck ✗ Das "Seat"-Modell wird irrelevant

# Warum „AI Eats SaaS“ (eben) nicht pauschal gilt



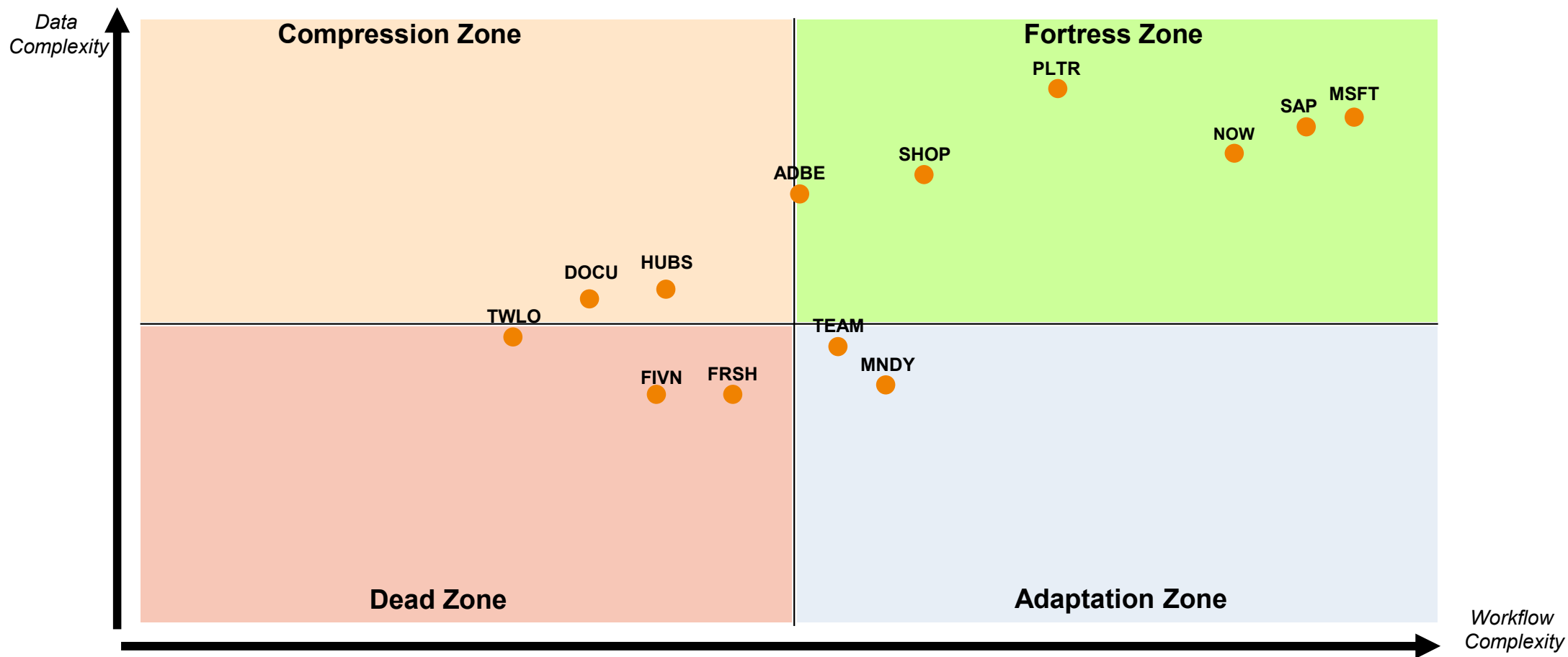
SaaS-Festungen: Regulierte Kernsysteme für Daten, Prozesse, Compliance & Risikoentscheidungen



# Warum „AI Eats SaaS“ (eben) nicht pauschal gilt



SaaS-Festungen: Regulierte Kernsysteme für Daten, Prozesse, Compliance & Risikoentscheidungen



# Was der Markt bei seinen Befürchtungen übersieht

Weitere „Entlastungs-Zeugen“ für die SaaS-Unternehmen

- **Preismodelle sind (bereits) im Wandel**

Von starren Seat-Lizenzen hin zu nutzungs- und/oder erfolgsbasierten Modellen / KI-Leistung wird zunehmend nach Output statt nach Nutzerzahlen abgerechnet

- **(Sinkende) KI-Kosten entlasten „Fortress-SaaS“**

Wenn Rechen- und Modellkosten fallen, wirkt das direkt marginsteigernd – vor allem bei Anbietern mit großer Datentiefe und komplexen Workflows, in die KI fest eingebettet ist (aka: Fortress-SaaS)

*Beispiel: Der Preis für ein GPT-3-Niveau lag 2022 bei 20,00 USD pro eine Million Token. Ende 2024 lag der Preis nur noch bei 0,07 USD pro 1 Million Token ... -99% für eine ähnliche Modell-Leistung*

- **„Wir bauen alles selbst mit KI“ ist realitätsfern**

Auch früher gab es Open Source (Stichwort: Linux), trotzdem dominiert Kauf-/Miet-Software. Die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen nun beginnen, mit KI eigene (unternehmensweite) Lösungen zu bauen, ist daher – insb. kurzfristig – nicht sehr wahrscheinlich

- **Unternehmen verändern ihre multidimensionalen Prozesse und ihre technologische Basis nicht über Nacht**

Viele Faktoren sorgen dafür, dass Unternehmen nicht über Nacht auf ein neues Wertschöpfungs-Modell wechseln (u.a. Notwendigkeit zur Prozess-Neudefinition, Mitarbeiter-Schulungen, Governance, IT-Sicherheit, Legacy-Technik). Das gibt den SaaS-Unternehmen noch mehr Zeit für weitere (erforderliche) Anpassungen

# Warum MSFT ein „Fortress-Unternehmen“ ist



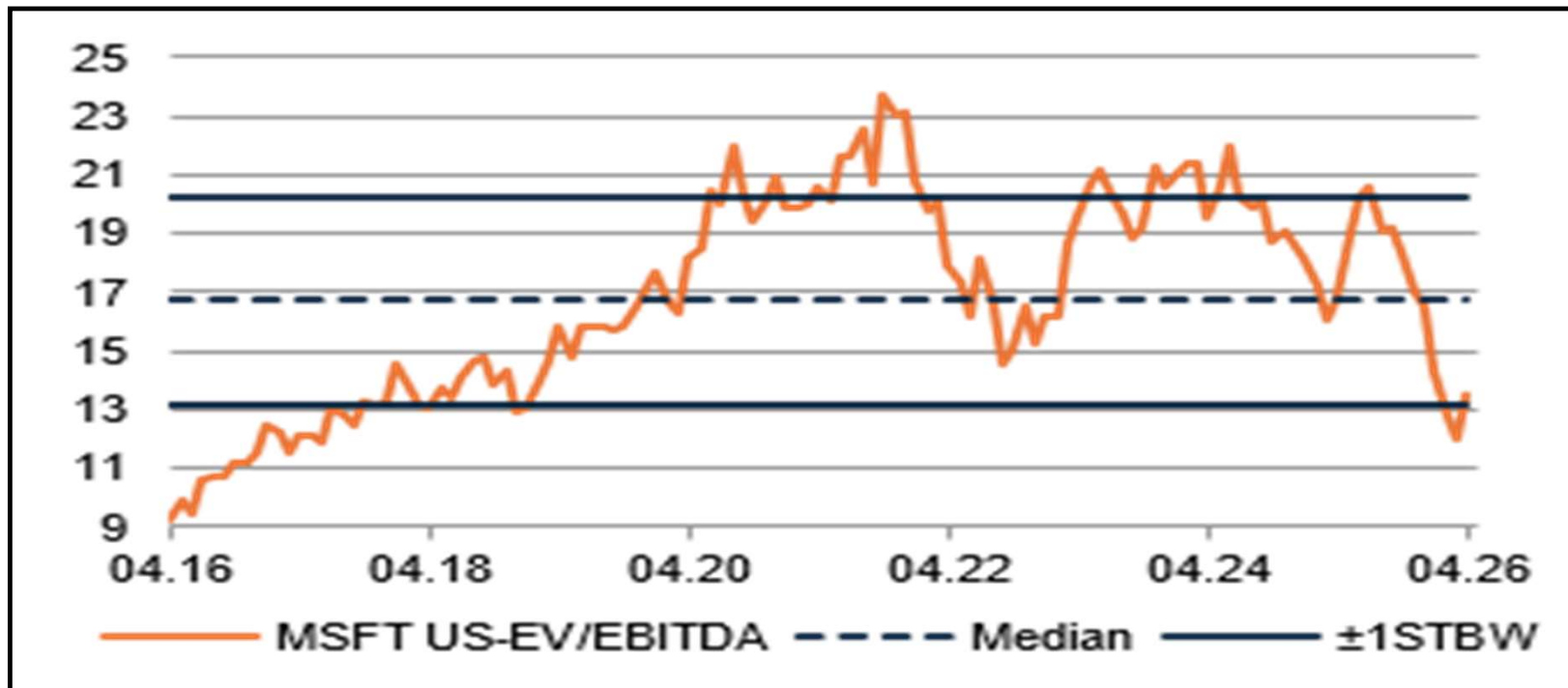
Full-Stack-Dominanz: Von der Infrastruktur bis zur KI-gesteuerten Arbeitsoberfläche

1	<b>Komplett-Stack: IaaS, PaaS, SaaS</b>	MSFT ist nicht nur Application-SaaS, sondern auch Hyperscaler (Azure IaaS/PaaS) plus Microsoft 365/Dynamics. Wer Infrastruktur, Plattform und Anwendungen liefert, kontrolliert die ganze Wertschöpfung – ein klassischer Fortress-Vorteil
2	<b>System of Record in vielen Bereichen</b>	Microsoft 365, Teams, SharePoint und Dynamics sind für Kommunikation, Dokumente und Geschäftsprozesse faktische Systems of Record. Das bedeutet: Geschäftskritische Informationen liegen standardmäßig bei MSFT – schwer ersetzbar durch neue Player
3	<b>Einheitlicher Semantic Layer mit Fabric</b>	Mit Microsoft Fabric, OneLake und Power BI-Semantic Models entsteht ein durchgängiger Semantic Layer über Unternehmensdaten. Copilot kann so Daten in natürlicher Sprache abfragen, ohne jede Quelle einzeln integrieren zu müssen
4	<b>Copilot als KI-Einstiegspunkt</b>	Copilot ist der einheitliche Zugang zu KI in Office, Windows, Dynamics und Fabric. Nutzer starten ihre Arbeit zunehmend im Copilot-Fenster – MSFT kontrolliert damit den zentralen AI-Zugriffspunkt auf Daten und Workflows
5	<b>AI-ready Data Governance</b>	Mit Fabric, Purview und MDM baut MSFT eine integrierte Governance-Schicht für AI-Daten auf. Wer Daten-Qualität, Sicherheit und Compliance steuert, entscheidet auch, welche KI-Anwendungen überhaupt produktiv laufen dürfen
6	<b>Modell- und Plattformwahl im eigenen Ökosystem</b>	Azure bietet eigene und Dritt-Modelle, die direkt an Daten in OneLake/Fabric andocken. Unternehmen können verschiedene KI-Modelle nutzen, ohne die Plattform zu verlassen – die Kontrolle bleibt bei MSFT
7	<b>Breite Business Workflows</b>	Von Office-Produktivität über CRM/ERP (Dynamics) bis Entwickler- und Security-Workflows deckt MSFT einen enorm breiten Prozessraum ab. KI kann dadurch End-to-End-Journeys gestalten, ohne das Ökosystem zu verlassen
8	<b>Tiefe Integration von KI in bestehende Produkte</b>	KI-Funktionen werden direkt in Word, Excel, Teams, Power BI und Dynamics eingebaut – nicht nur als separate App. So bleibt die bekannte Oberfläche erhalten, während KI den Nutzern Arbeit abnimmt – ein typisches Fortress-Merkmal

## Warum MSFT ein „Fortress-Unternehmen“ ist



Full-Stack-Dominanz: Von der Infrastruktur bis zur KI-gesteuerten Arbeitsoberfläche



# Warum NOW ein „Fortress-Unternehmen“ ist



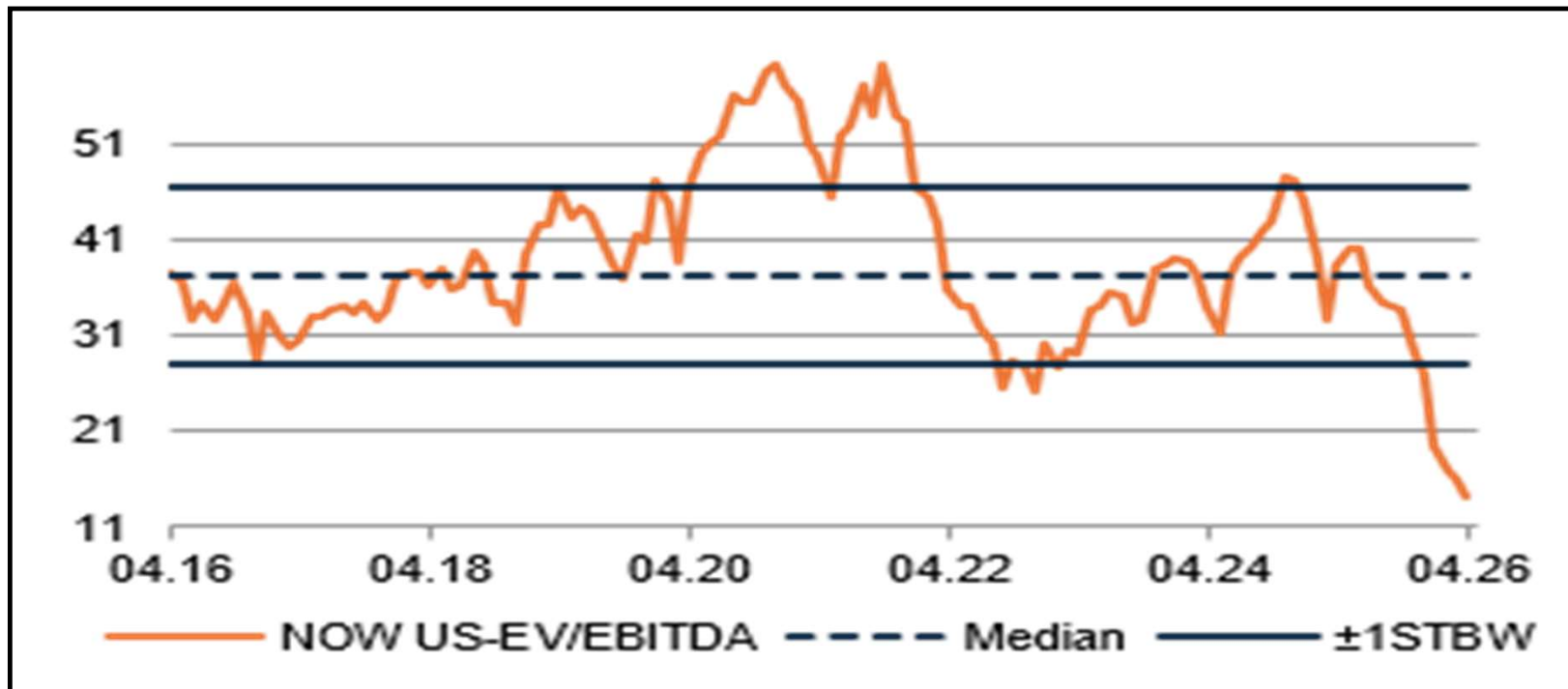
## Vom System of Record zum AI Control Tower für Enterprise Services

1	<b>System of Record in vielen Bereichen</b>	Mit CMDB (Configuration Management Database), Service Maps und Ticket-Historien wird NOW zum <b>System of Record</b> für Services und Störungen im Unternehmen. <b>Wer Vorfälle, Änderungen und Workflows historisch „besitzt“, hat einen strukturellen Datenvorsprung</b>
2	<b>Breiter Workflow-Fächer</b>	NOW deckt ITSM, ITOM, Security, Customer und Employee Workflows auf einer Plattform ab – vom Incident bis zum HR Case. Diese <b>Workflow-Breite macht NOW zum zentralen Steuerpult vieler Kernprozesse statt nur eines Spezialtools</b>
3	<b>AI Control Tower als Steuerzentrale</b>	Mit dem <b>AI Control Tower</b> bietet NOW eine <b>Kommandozentrale, um unterschiedliche KI Modelle und Agenten zu verwalten, zu überwachen und zu steuern</b> . So bleibt die Plattform der Ort, an dem KI Arbeit geplant, kontrolliert und gemessen wird
4	<b>Semantic Layer über Tools hinweg</b>	Die <b>Now Plattform bildet einen Semantic Layer, der Assets, Services, Nutzer und Workflows konsistent beschreibt</b> . Damit versteht KI nicht nur einzelne Tickets, sondern den Kontext quer über IT, HR, Customer Service und mehr
5	<b>Schnelle KI-Integration in Produkte</b>	<b>Now Assist, GenAI-Features und AI-Agent Fabric sind tief in Standard-Workflows eingebaut, nicht nur als Add-on</b> . Die Plattform lernt schnell mit – neue KI-Fähigkeiten landen direkt in ITSM, ITOM, Employee und Customer Workflows
6	<b>Plattform für fremde KI-Agenten</b>	<b>Über AI Agent Fabric kann NOW auch fremde Modelle und Agenten orchestrieren und einbinden</b> . Damit verschiebt sich Macht hin zur Plattform, die KI-Aufgaben zuteilt, Ergebnisse einbettet und übergreifende Prozesse steuert
7	<b>Einheitliche Daten- und Workflow-Fabric</b>	Mit <b>Workflow Data Fabric verknüpft NOW strukturierte, unstrukturierte und Streaming-Daten mit Prozessen</b> . Das macht KI-Automatisierung kontextreich und schwer zu replizieren – ein typisches Merkmal der Fortress-Zone
8	<b>Starke Governance und Compliance</b>	<b>AI Control Tower und Governance-Funktionen erlauben klare Regeln, Monitoring und Reporting für KI-Nutzung</b> . Unternehmen können AI skalieren, ohne Kontrollverlust – ein entscheidender Burggraben gegenüber einfachen Point-Solutions

# Warum NOW ein „Fortress-Unternehmen“ ist



Vom System of Record zum AI Control Tower für Enterprise Services



# Take Home Message



- Ein **Fortress-Unternehmen** ist idealerweise **System of Record (SoR)** und **System of Action (SoA)**.  
Es besitzt die entscheidenden Daten und steuert die Arbeitsschritte. KI wird sich dann in die Plattform einfügen, anstatt sie (ganz oder teilweise) zu ersetzen.
- **Um beides zu sein braucht ein SaaS-Unternehmen im Kern fünf Dinge**
  - (1) Tiefe verlässliche Datenbasis (SoR)**  
Es muss die offiziellen Geschäftsdaten (SoR) halten: vollständig, korrekt, historisch nachvollziehbar, mit klaren Berechtigungen von Audit-Trails.
  - (2) Zentrale Arbeitsoberfläche (SoA)**  
Mitarbeiter müssen ihre tägliche Arbeit hauptsächlich dort erledigen: Fälle bearbeiten, Freigaben erteilen, Inhalte erstellen, Prozesse steuern – nicht nur „nachschaun“
  - (3) Integrierte Workflows statt Insel-Features**  
Das System muss End-to-End-Abläufe abbilden (z.B. vom Eingang eines Tickets bis zur Lösung), Aufgaben verteilen und Automatisierung einbauen – also: Arbeit machen, nicht nur Daten speichern
  - (4) Hohe Einbettung in die Prozesslandschaft**  
Das System sollte mit anderen Tools verbunden, aber nicht leicht ersetzbar sein. Viele Prozesse, Reports und Entscheidungen hängen an genau diesem System, so dass KI oder neue (KI-native) SaaS-Tools sich eher andocken müssen, als es ablösen.
  - (5) Umfassender Governance- & Sicherheitsrahmen**  
Die Fähigkeit, den gesamten Prozess revisionssicher, unter granularer Zugriffskontrolle und im Einklang mit Compliance-Vorgaben zu steuern

# Fragen & Antworten



**Vielen Dank**

# Rechtliche Hinweise

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland oder in Österreich** freigegeben.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, ‚expert investors‘ und / oder ‚institutional investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika** (USA) verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Dieses Dokument und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden nicht bei einer Aufsichtsbehörde registriert, eingereicht oder genehmigt.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte an-gegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Markt-volatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.

6. Die Informationen und gegebenenfalls Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und gegebenenfalls Empfehlungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokumentes wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittenten oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

# Rechtliche Hinweise

## **Ergänzende Information von Markit Indices Limited**

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten. Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

## **Ergänzende Information zu Nachhaltigkeit / Sustainalytics**

Die Einschätzung zur Nachhaltigkeit eines Emittenten (Erteilung des DZ BANK Gütesiegels für Nachhaltigkeit) basiert auf dem ESG-Modell, welches durch das DZ BANK Research entwickelt wurde. Die Nachhaltigkeitseinschätzung des ESG-Modells wird im Wesentlichen aus Daten und Informationen abgeleitet, die dem DZ BANK Research durch Sustainalytics (Powered by Sustainalytics) bereitgestellt werden. Weitere Angaben zum ESG-Modell können in dem Methodenansatz Nachhaltigkeitsresearch unter [www.dzbank.de/Pflichtangaben](http://www.dzbank.de/Pflichtangaben) kostenlos eingesehen werden.

Wir weisen insbesondere darauf hin, dass es sich bei dem oben genannten ESG-Berechnungsmodell zur Erteilung des DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit um ein internes Berechnungsmodell handelt, welches keinen Anspruch auf Einhaltung der regulatorischen Vorgaben der Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor und der Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088 („EU-Taxonomie“) erhebt.

## **Ergänzende Information von STOXX Ltd. und Qontigo Index GmbH**

Der DAX bzw. Euro Stoxx 50 (der „Index“) und die darin enthaltenen Daten und verwendeten Marken werden durch die STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH im Rahmen einer Lizenz bereitgestellt. Die STOXX Ltd. und die Qontigo Index GmbH waren nicht an der Erstellung gemeldeter Informationen beteiligt und übernehmen keinerlei Gewährleistung und schließen jegliche Haftung (aus fahrlässigem sowie aus anderem Verhalten) – unter anderem im Hinblick auf die Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Eignung für einen beliebigen Zweck – für jegliche gemeldeten Informationen oder Fehler, Auslassungen oder Störungen des Index oder der darin enthaltenen Daten aus. Eine Verteilung oder weitere Verbreitung solcher der STOXX Ltd. oder Qontigo Index GmbH gehörenden Daten ist nicht gestattet.

# Impressum

**Herausgeber:**

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,  
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

**Telefon:** +49 69 7447 - 01

**Telefax:** + 49 69 7447 - 1685

**Homepage:** [www.dzbank.de](http://www.dzbank.de)

**E-Mail:** [mail@dzbank.de](mailto:mail@dzbank.de)

**Vertreten durch den Vorstand:** Dr. Cornelius Riese (Vorstandsvorsitzender), Stefan Beismann, Souâd Benkredda, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Johannes Koch, Michael Speth

**Aufsichtsratsvorsitzender:** Henning Deneke-Jöhrens

**Sitz der Gesellschaft:** Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

**Aufsicht:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

**Umsatzsteuer Ident. Nr.:** DE114103491

**Sicherungseinrichtungen:** Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:  
[www.bvr-institutssicherung.de](http://www.bvr-institutssicherung.de)  
[www.bvr.de/SE](http://www.bvr.de/SE)

**Verantwortlich für den Inhalt:** Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2026

Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main