



DZ BANK
Die Initiativbank

Aktienanalyse in der DZ BANK

Frankfurt, 12.06.2026

Diplom-Volkswirt

Axel Herlinghaus (CEFA)

Commodity Advisor (ebs/BAI)

Senior-Aktienanalyst



DZ BANK
Die Initiativbank

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 eingesehen und abgerufen werden.

Wichtig: Die Erläuterungen zu möglichen Interessenkonflikten finden Sie im Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“.
Bitte lesen Sie den Abschnitt „Definitionen der Interessenkonflikte“ sowie den Abschnitt "Rechtliche Hinweise" am Ende dieses Dokumentes.

1. Überblick über das Aktienresearch der DZ BANK
2. Methodik/Vorgehensweise Aktienanalyse
3. Praxisbeispiel: **“SaaSokalypse (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 eingesehen und abgerufen werden.

^{1) - 12)} Wichtig: Bitte lesen Sie die Hinweise zu möglichen Interessenkonflikten und die Disclaimer am Ende dieser Studie.

1. Überblick Aktienresearch der DZ BANK



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
=> *Medizintechnik, Cyber-Security*

Publikationen

- **Daily:** Ersteinschätzung zu tagesaktuellen Ereignissen
- **Flash:** Geschäftszahlen, Unternehmens- und Branchenereignisse, Änderung der Einschätzung (AU, FV) ... *additive „Grafik-Seiten“ & Bewertungs-Modelle*
- **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	flow yield je Aktie
	Mrd. USD		USD			USD		%	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.

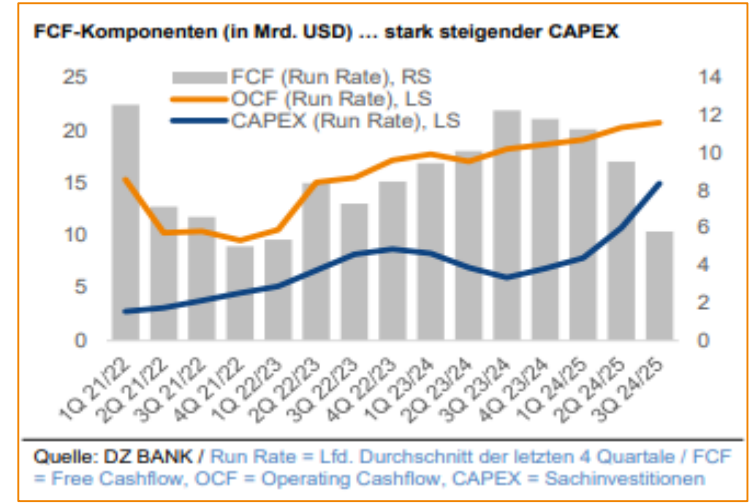
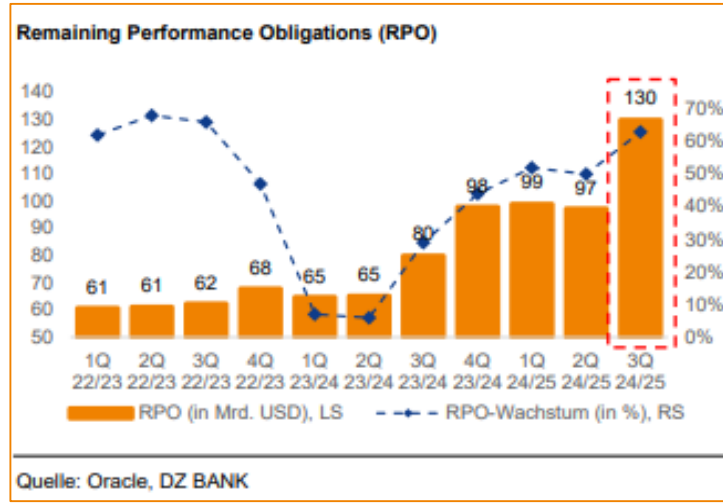
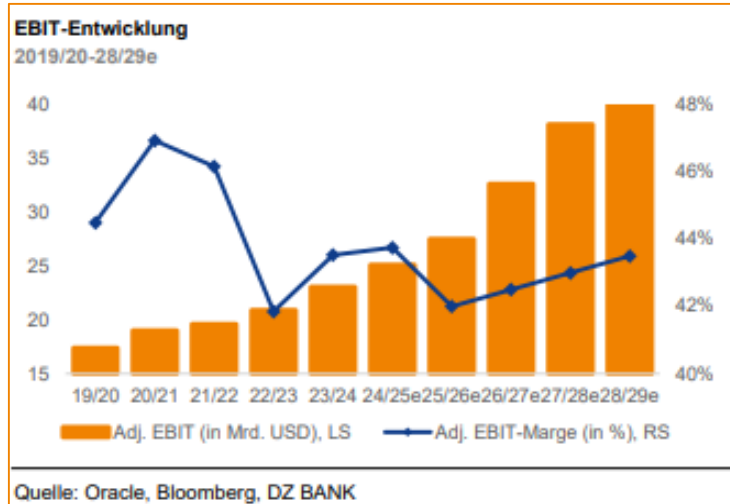
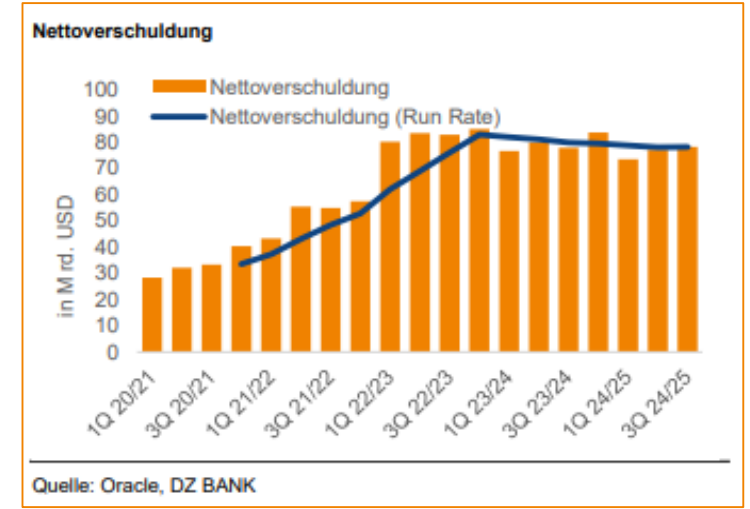
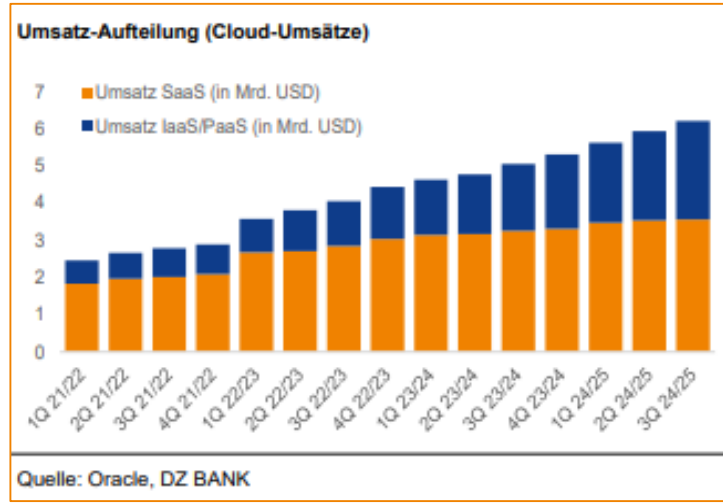
» **Modell:** Wir haben unsere Umsatzwachstumsschätzungen auf der Zeitachse (etwas) nach hinten verlagert. Für die GJ 25/26 & 26/27 haben wir die EBIT-Margen-Prognosen heruntergenommen, weil wir einen (leicht) reduzierten Auslastungsgrad der ORCL-Datencenter erwarten. Letzterer basiert auf unserer Annahme 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 Aktienresearch – Innovation (Investment-Case in 6 Grafiken)



„New“



Zielgruppen- Orientierung

- **Verständliche Anlageurteile: Kaufen, Halten, Verkaufen**
... Vorgabe: niedrige „Halten-Quote“
- **Klare Aussagen**
- **Hohe Aktualität:** Schnelle Reaktion auf relevante Ereignisse
- **Nachvollziehbare Argumentation**
- **Zusatzinformation**
regelmäßig: Flash-Grafik-Seiten, Bewertungs-Modelle
unregelmäßig: Szenario-Analysen (in spezifischen Einzelfällen)

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

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**

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-Niño-Forecast)

Informationsverarbeitung

- **Analyst:** Die fundierte Meinung des Analysten ist ein entscheidender Teil der Einschätzung und der resultierenden Anlageempfehlung
- **DZ BANK Modell:** Schätzung von GuV, Bilanz, Kapitalflussrechnung
- **Bewertung:** Anhand der getroffenen Annahmen



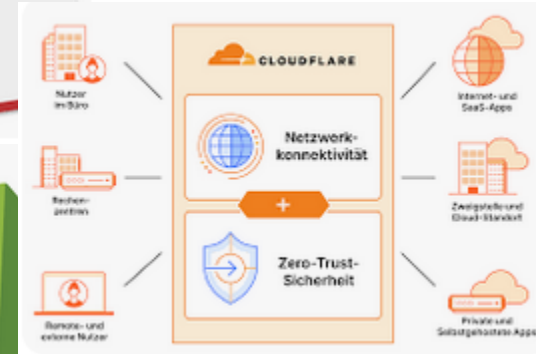
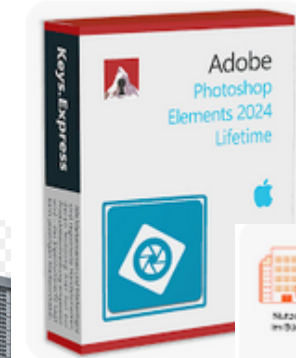
Informationsquellen und Informationsverarbeitung – Institutionell vs. Retail

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)**

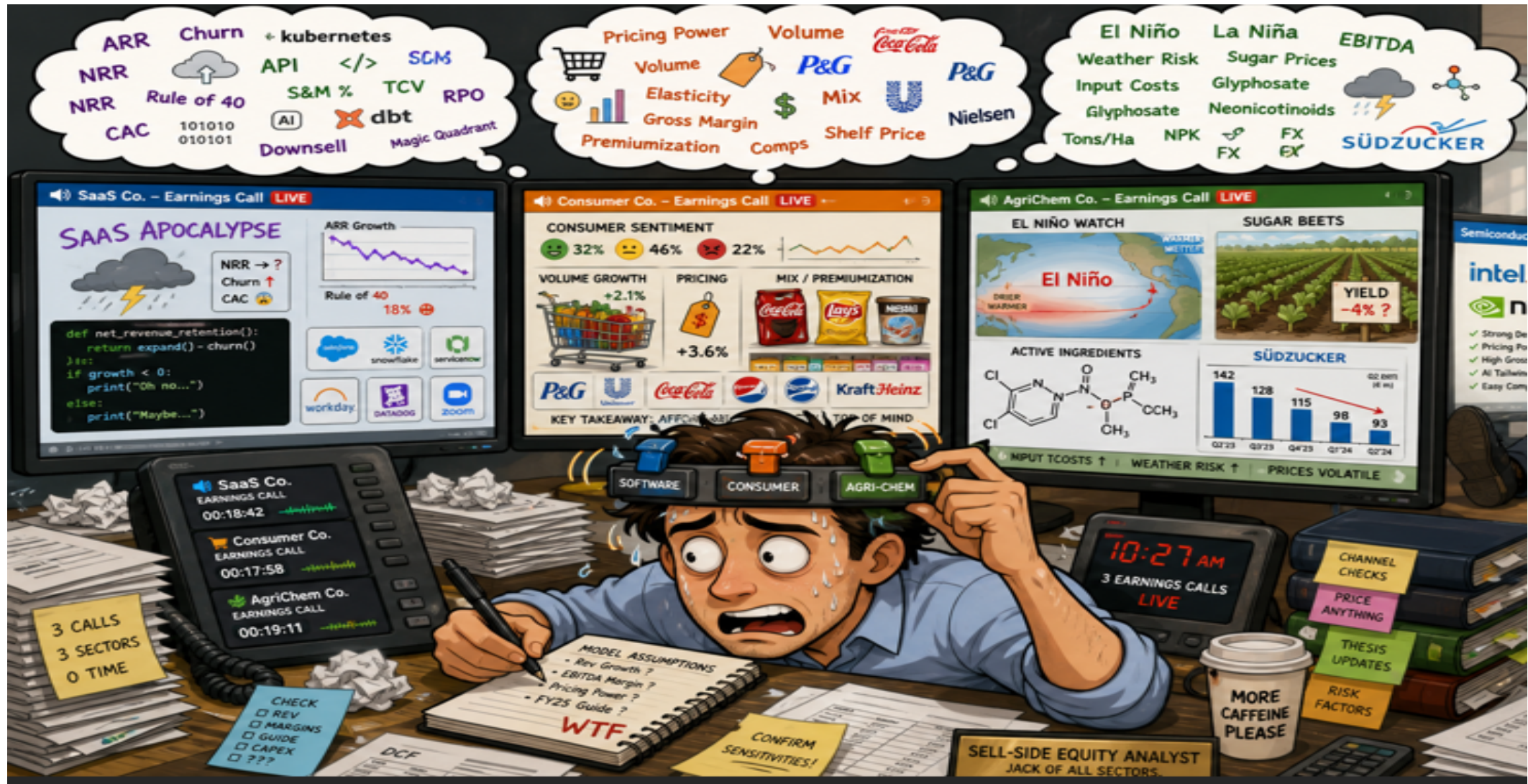
Analysten-Alltag ... kann durchaus (sehr) abwechslungsreich ausfallen



Berichtssaison „KJ 4Q23“ ... dazu gesellen sich positive/negative „Pre-Announcements“

	Name	Datum	Wochentag	Kommentar	"Zahlen-Uhrzeit"	Qualität	Erledigungsstatus
					Europa		
1	CropEnergies	10.01.2024	Mittwoch	<i>Last Report</i>	ca. 7.00 Uhr		✘
2	Südzucker	11.01.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		✓
3	ServiceNow	24.01.2024	Mittwoch		ca. 23.00 Uhr		✓
4	Unilever	08.02.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		✓
5	Cloudflare	08.02.2024	Donnerstag		ca. 23.00 Uhr		✓
6	KWS Saat	08.02.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		✓
7	PepsiCo	09.02.2024	Freitag		ca. 13.00 Uhr		✓
8	Coca-Cola	13.02.2024	Dienstag		ca. 13.00 Uhr		✓
9	Shopify	13.02.2024	Dienstag		ca. 13.00 Uhr		✓
10	Nestlé	22.02.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		✓
11	Danone	22.02.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		✓
12	Reckitt Benckiser	28.02.2024	Mittwoch		ca. 7.00 Uhr		✓
13	Anheuser-Busch InBev	29.02.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		✓
14	Oracle	11.03.2024	Montag		ca. 23.00 Uhr		✓
15	Adobe	14.03.2024	Donnerstag		ca. 23.00 Uhr		
16	K+S	14.03.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		
17	BayWa	28.03.2024	Donnerstag		ca. 7.00 Uhr		

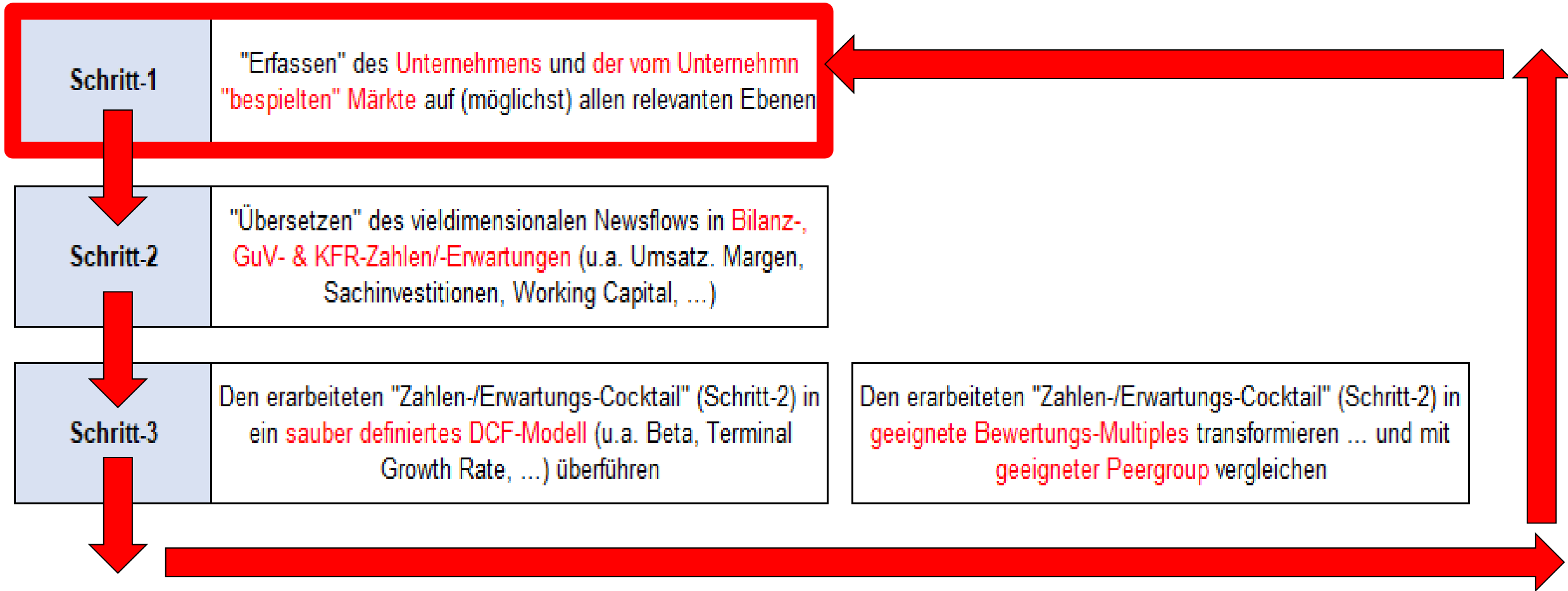
Analysten-Alltag ... kann durchaus (sehr) abwechslungsreich ausfallen



Methodik



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



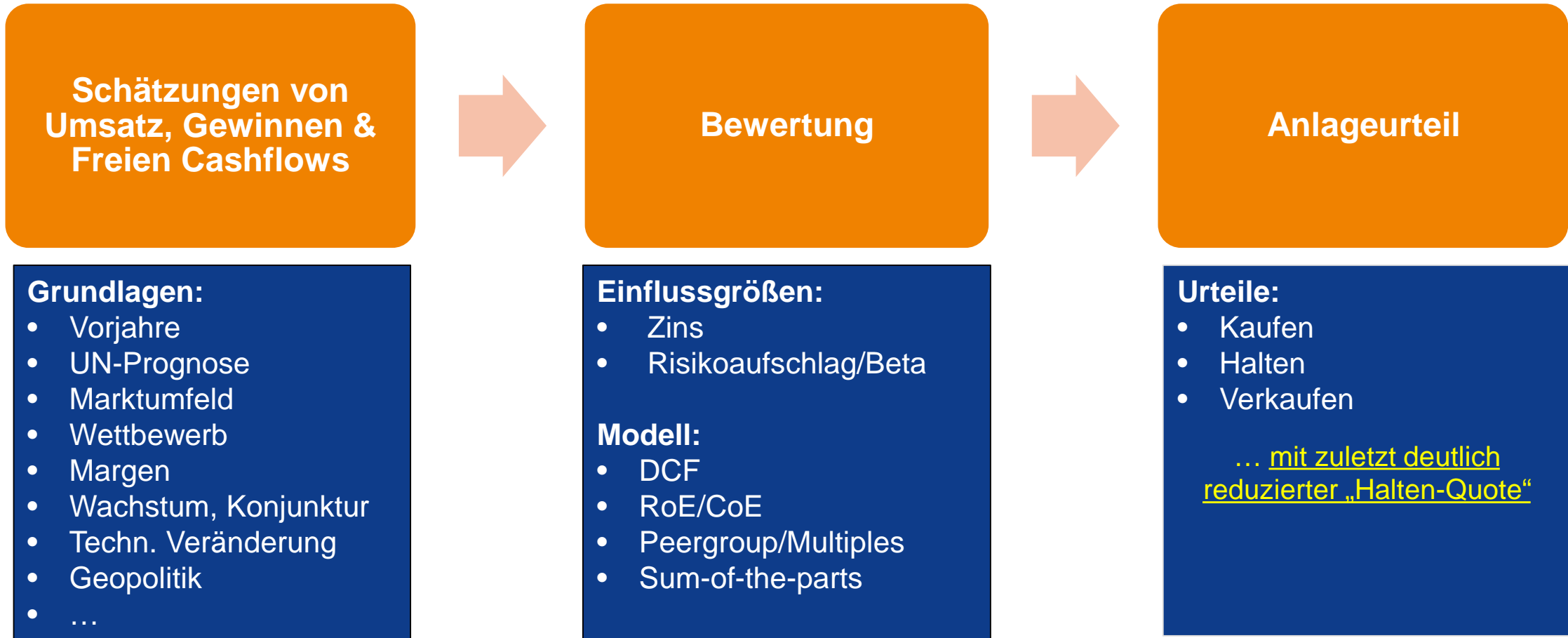
Was bedeutet MULTIDIMENSIONALE „Unternehmens-Erfassung“?

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
- ...



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)



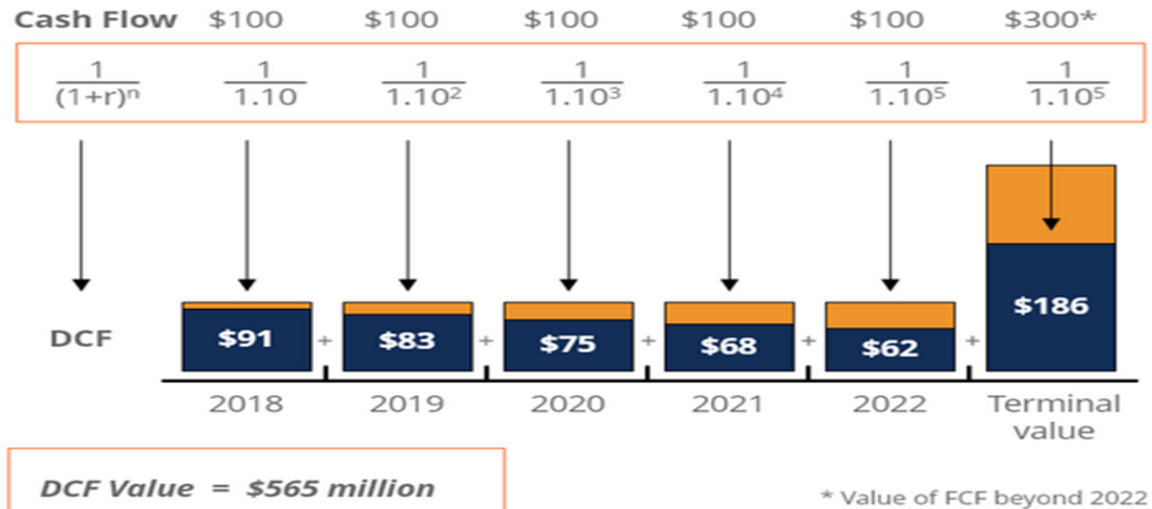
Bepreisung

Fair Value, Anlageurteil

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

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

Schätzzahre	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										
Fairer Wert je Aktie	145 USD										

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%
WACC	10,97%

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										
Fairer Wert je Aktie	113 USD										

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%
WACC	11,97%

Methodik:

Sum-of-the-Parts-Bewertung

- **Typischerweise steht** bei den meisten Investoren **das Gesamtunternehmen im Fokus**, ... was bei recht homogenen Segmenten auch in Ordnung ist
- **Häufige Ausnahme: Konglomerate bzw. Mischkonzerne**, die aus heterogenen Geschäftsfeldern bestehen
- Die **Summe der Einzelteile (Sum-of-the-Parts) kann** schon einmal **größer sein als die 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), ... *das Beispiel stammt 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	
Gruppe	73.050	100,0%	9.465	13,0%	6,6	62.496	
- Nettverbindlichkeiten						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	
Eigenkapital						42.650	
Durchschnittliche Anzahl Aktien, voll verwässert (Mio.)						892,5	
Fair Value je Aktie (EUR)						48	

➤ **Aktienanalyse** ist eine **Mischung aus** Handwerk & Kunst bzw. **Transpiration & 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“**

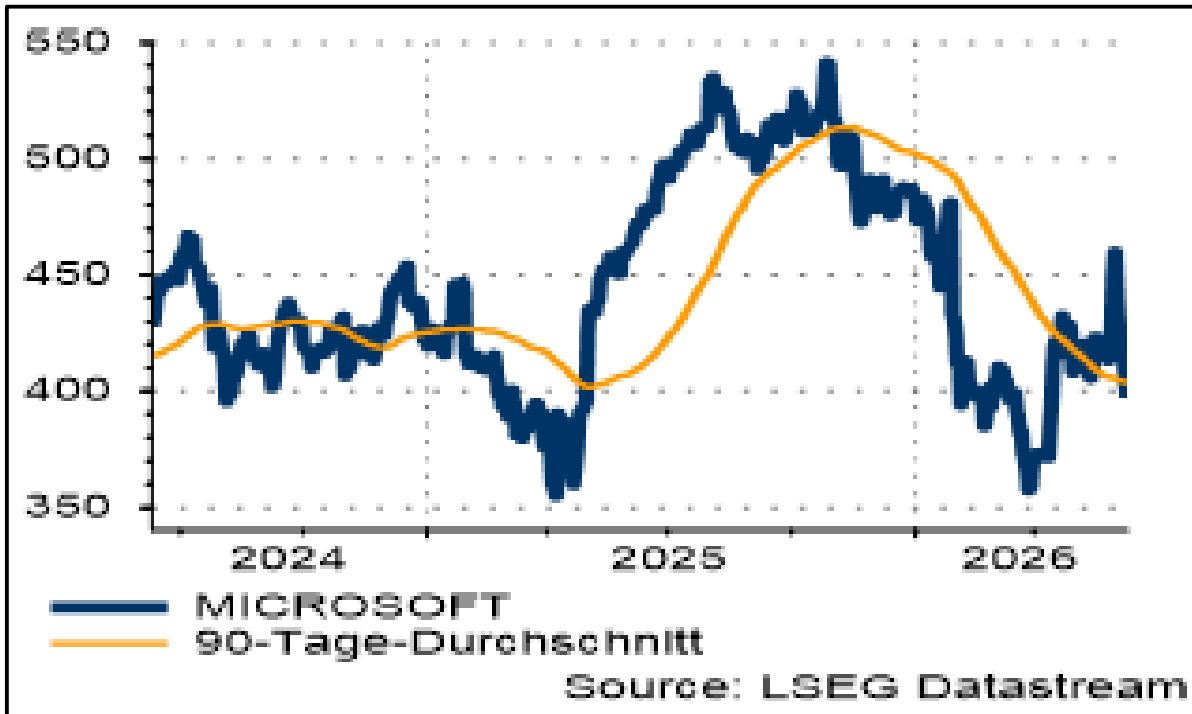
3. Praxisbeispiel: „SaaSpokalypse“

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

Aktien im (heutigen) Fokus



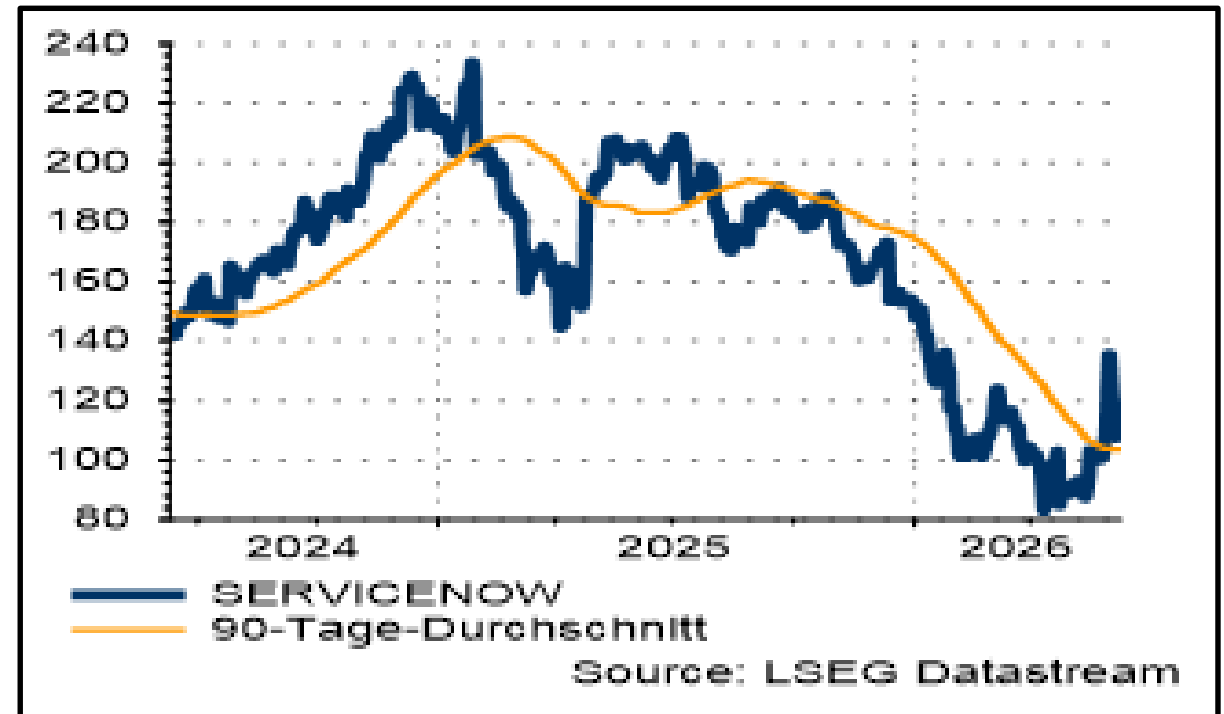
Microsoft (MSFT) & ServiceNow (NOW)



Microsoft¹⁰⁾¹¹⁾

- AU: **Kaufen**
- FW: 595 USD
- Kurs: 397 USD

Datum: 10.06.2026



ServiceNow

- AU: **Kaufen**
- FW: 190 USD
- Kurs: 106 USD

Datum: 10.06.2026

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)

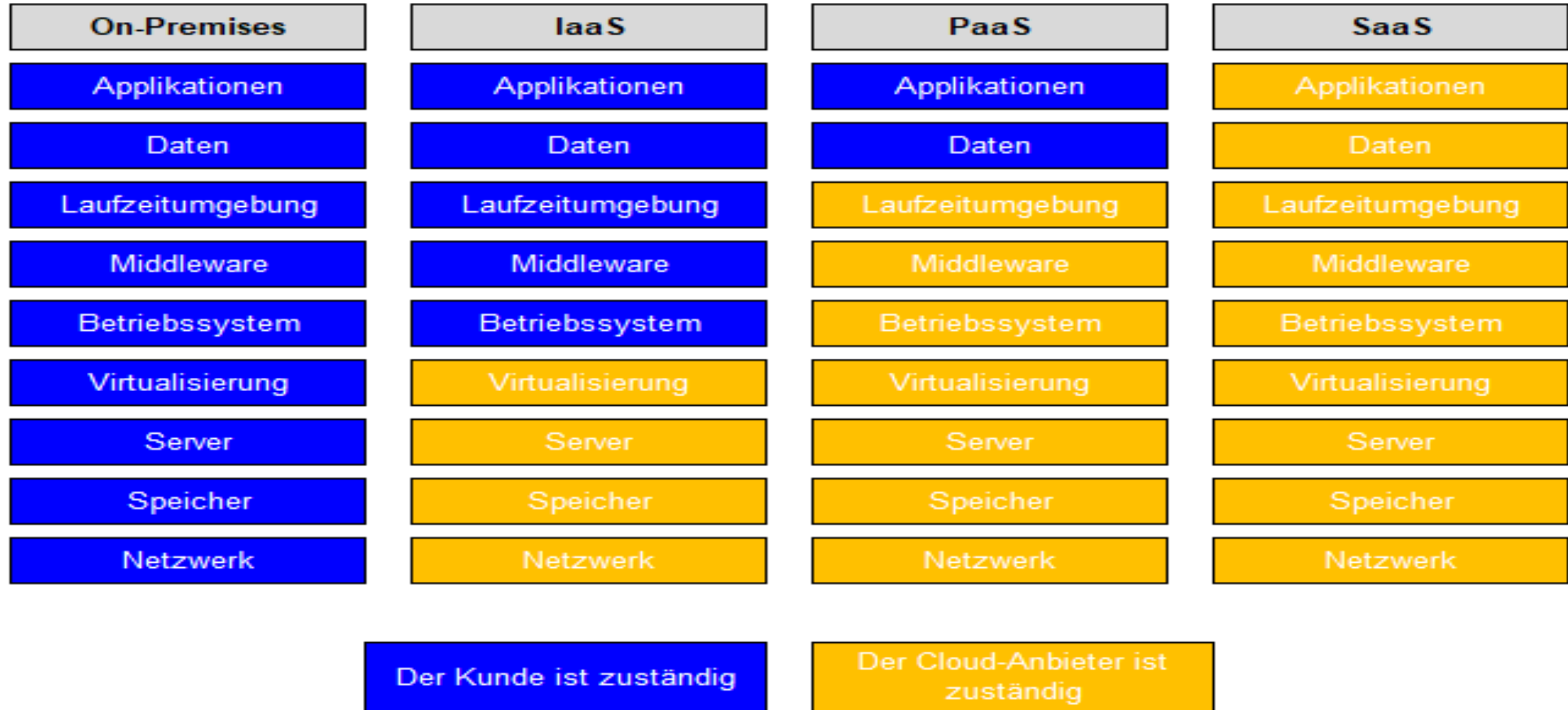
- **Software-as-a-Service (SaaS)** ist ein Lizenz- und Bereitstellungsmodell, bei dem Software zentral verwaltet (aka: gehostet) und über das Internet bereitgestellt wird.
- Anwender greifen über einen Webbrowser auf die Anwendung zu, ohne dass eine Installation oder Wartung auf lokalen Geräten notwendig 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?



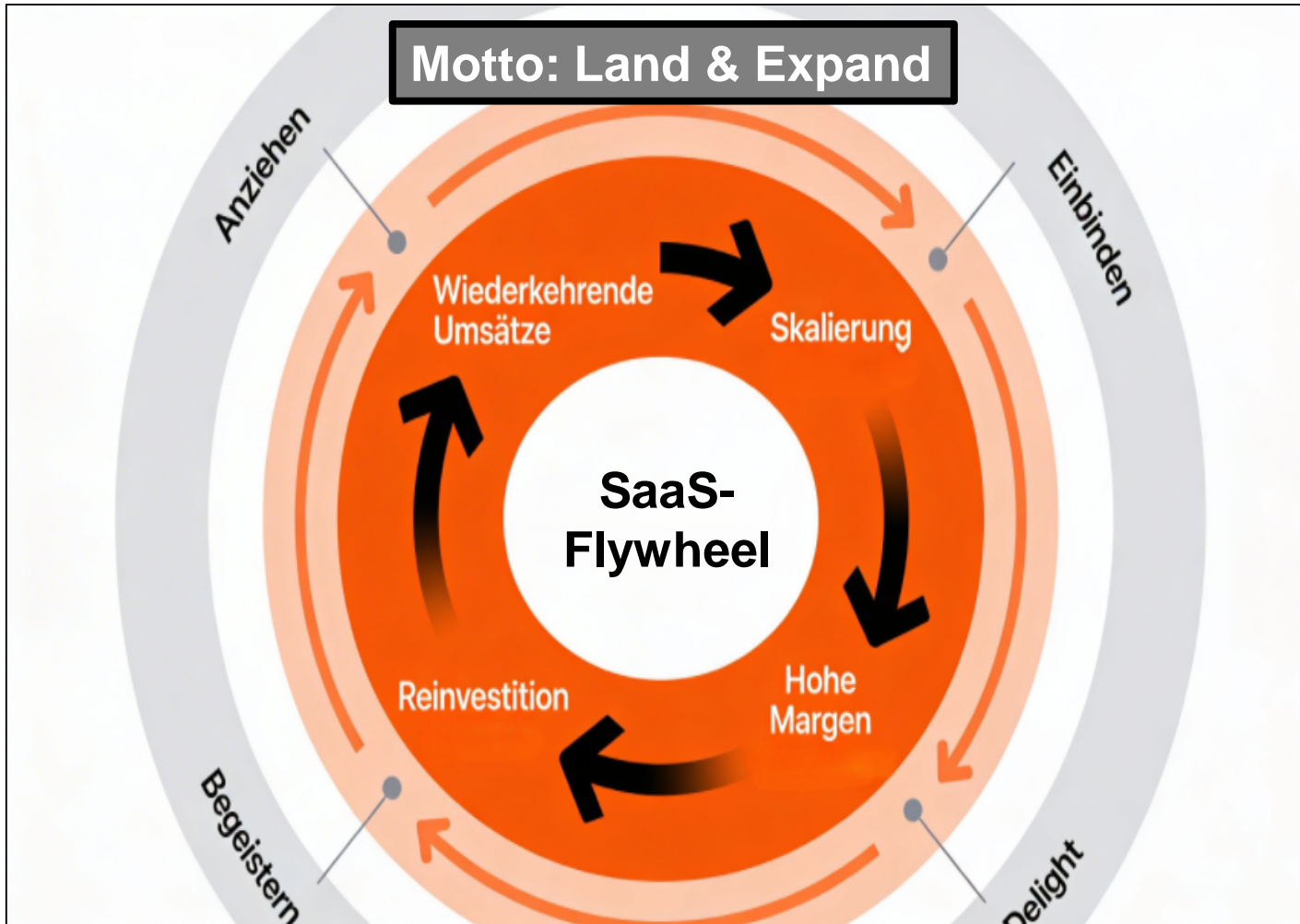
Begriffs-Sortierung: On-Premises vs. IaaS vs. PaaS vs. SaaS



Warum ist (war?) das SaaS-Geschäftsmodell so profitabel?



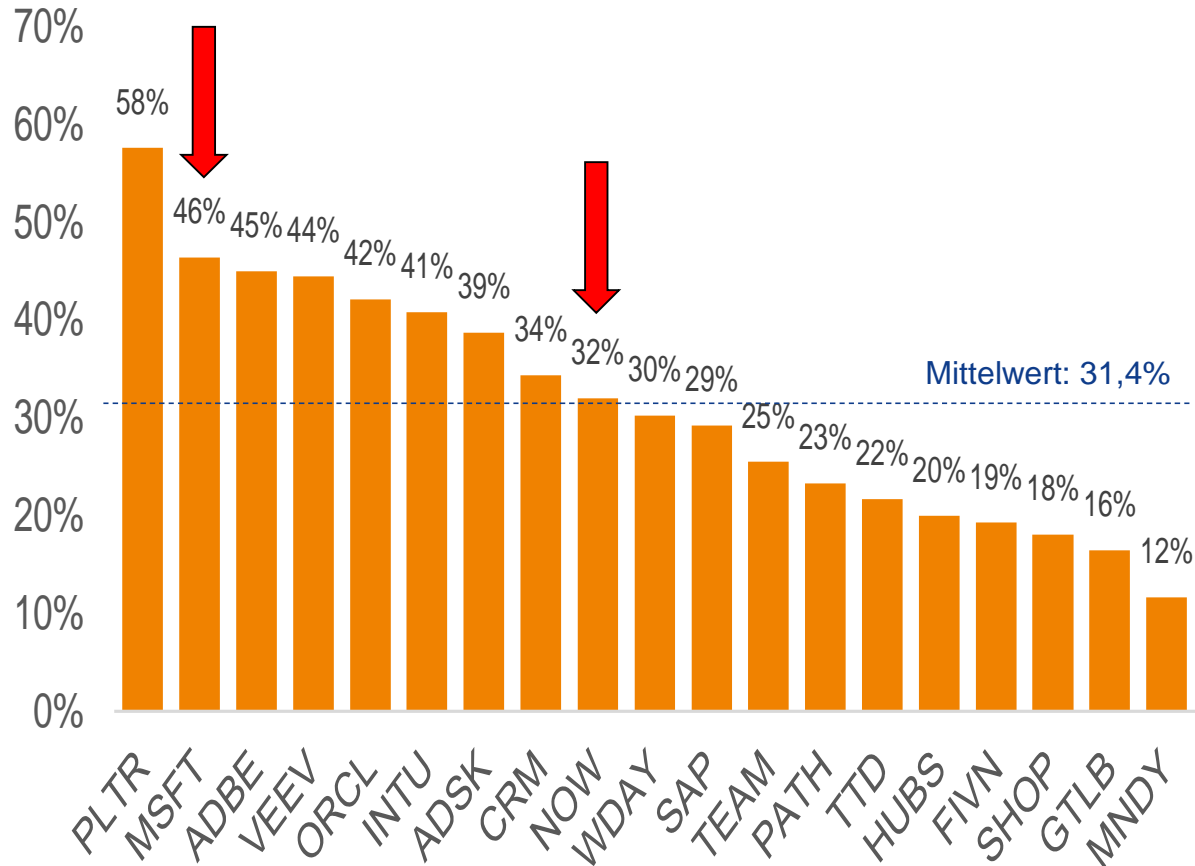
... adj. EBIT-Margen der (etablierten) SaaS-Anbieter liegen bei 20-40% ... vereinzelt sogar >40%



- **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“)

EBIT-Marge ist (war?) 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 Skalen-Effekte 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

KI-Technologie

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, für die heute Menschen mehrere SaaS-Tools nutzen / Narrativ: Ein KI-Agent ersetzt mehrere SaaS-Seats
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 nicht nur einzeln arbeiten, sondern in Teams Aufgaben organisieren & voneinander lernen können / Narrativ: Wenn KI-Agenten sich selbst koordinieren, brauchen Unternehmen weniger Workflow-SaaS
Anfang Februar 2026	Claude Opus 4.6	Sehr leistungsfähiges KI-Modell, das insb. beim Programmieren deutlich besser geworden ist: Es kann Code schreiben, verbessern und Fehler finden.	Claude Opus 4.6 beeindruckte insb. mit seinen Programmier-Fähigkeiten / Narrativ: Wenn eine KI immer besser programmieren, Fehler finden & vorhandenen Code umbauen kann, braucht man für viele Aufgaben weniger spezialisierte Entwickler-Tools & Automatisierungs-SaaS. Zudem lässt sich schneller "Konkurrenz-Software" schreiben.
Anfang Februar 2026	Claude Cowork & Plugins	"Arbeitsoberfläche" für Wissensarbeiter, in der Claude direkt mit Tools wie E-Mail, CRM, & Co. verbunden ist. Plugins sind kleine Bausteine, die konkrete Workflows automatisieren (u.a. Legal, Finance, Marketing, Research, ...)	Kern des Saaspokalypse-Schocks / Mit Plugins kann jeder ohne Entwickler-Team Workflows bauen, die früher ein eigenes SaaS-Produkt gebraucht hätten / Narrativ: Warum noch für viele spezialisierte SaaS-Lösungen zahlen, wenn ein Cowork-Workspace plus Plugins viele Jobs übernehmen kann
Feb 26	Welle allgemeiner KI-Agenten (verschiedener Anbieter)	Zahlreiche Tools, die versprechen: "Dein KI-Agent erledigt Support, Back-Office, Sales-Follow-Up, usw." meist via APi's zu bestehenden SaaS-Systemen	Die zahlreicher werdenden Tools wecken die Befürchtung, dass die Wertschöpfung von der App-Schicht zur Agenten-Schicht wandert ... und SaaS nur noch Datenbank im Hintergrund (mit Preisdruck) ist.
Jan-Feb 2026	OpenAI Enterprise-Agenten & Beratungs-Partnerschaften	OpenAI positioniert sich als Plattform für Unternehmens-Workflows; große Beratungsgesellschaften bauen KI-Agenten-Praxisbereiche und versprechen Effizienzgewinne durch Automatisierung quer über bestehende Software-Stacks	Signal an den Markt, dass SI und Berater Geld damit verdienen wollen, SaaS-Landschaften zu "verschlanken" und durch KI-Agenten-Automatisierung effizienter zu machen. Das nährt die Sorge, dass SaaS-Umsätze (Seats, Module) "wegoptimiert" werden könnten.
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

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

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



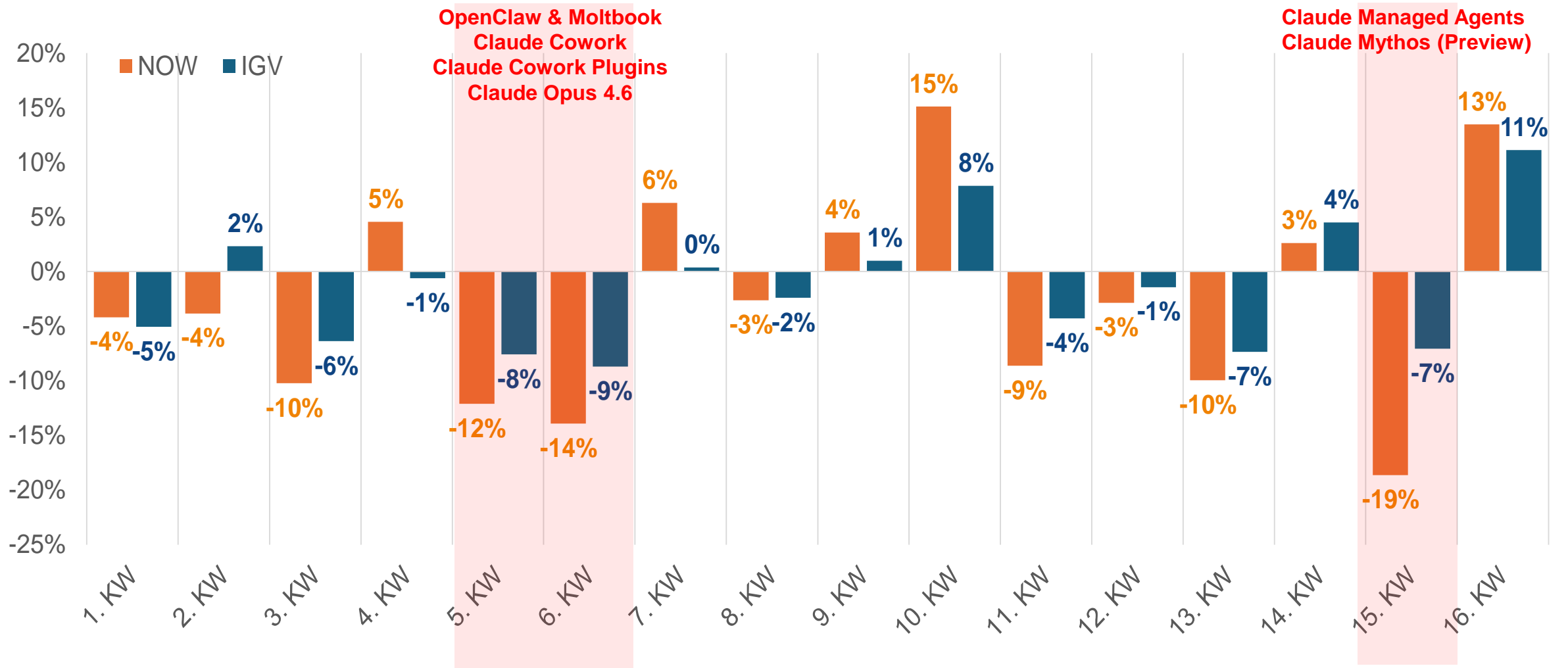
Opus Claude 4.6 → Claude Cowork → Claude Cowork Plugins ... OpenClaw/Moltbook

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

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



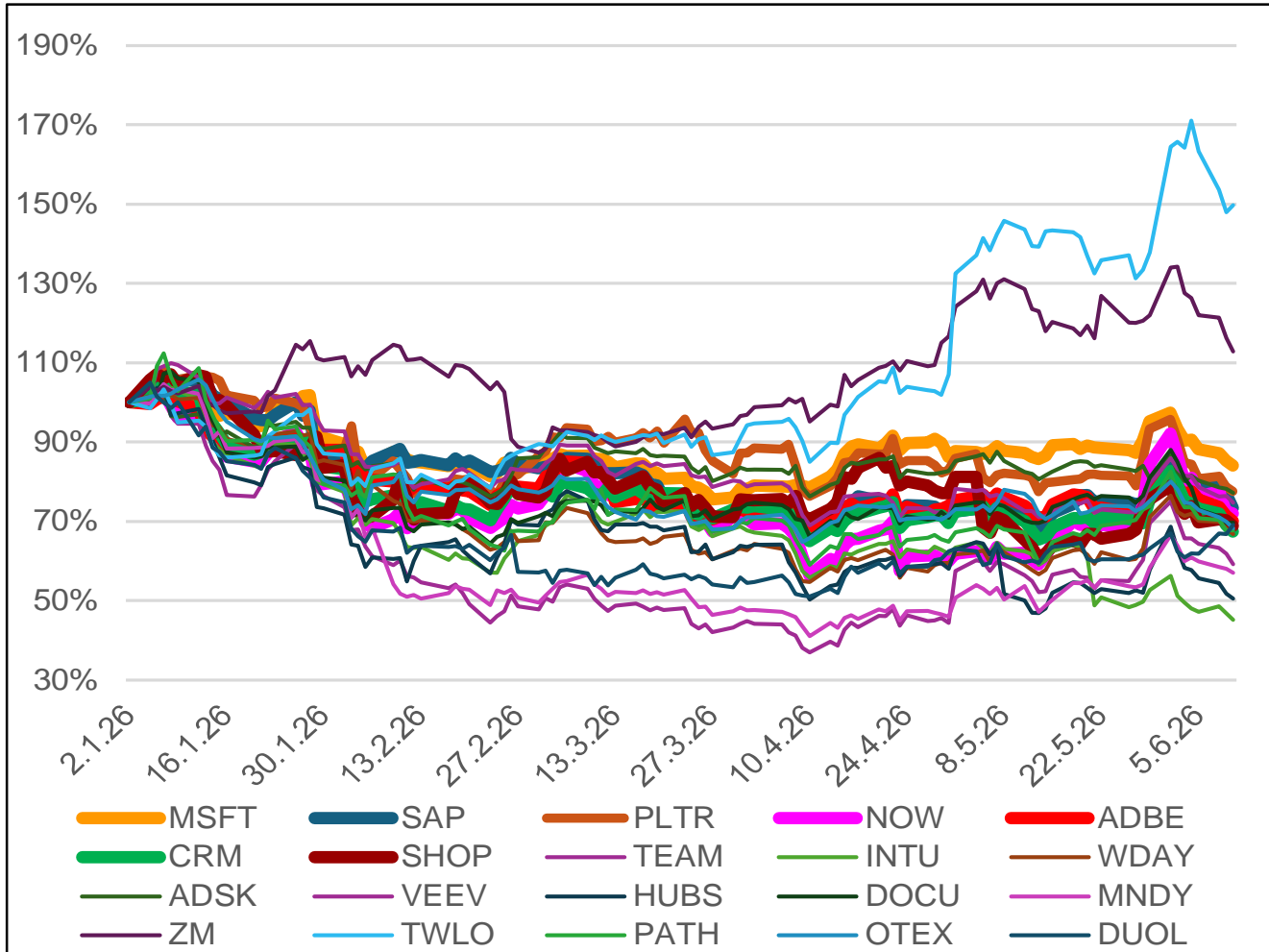
KI-Entwicklungen als Event-Risk



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



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



- **SaaS-Aktien (YTD): -26% ... in der Spitze: -36%**

- MSFT: -16% ... in der Spitze: -25%
- NOW: -28% ... in der Spitze: -44%
- ADBE: -30% ... in der Spitze: -32%

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

- **Kennzeichen:**

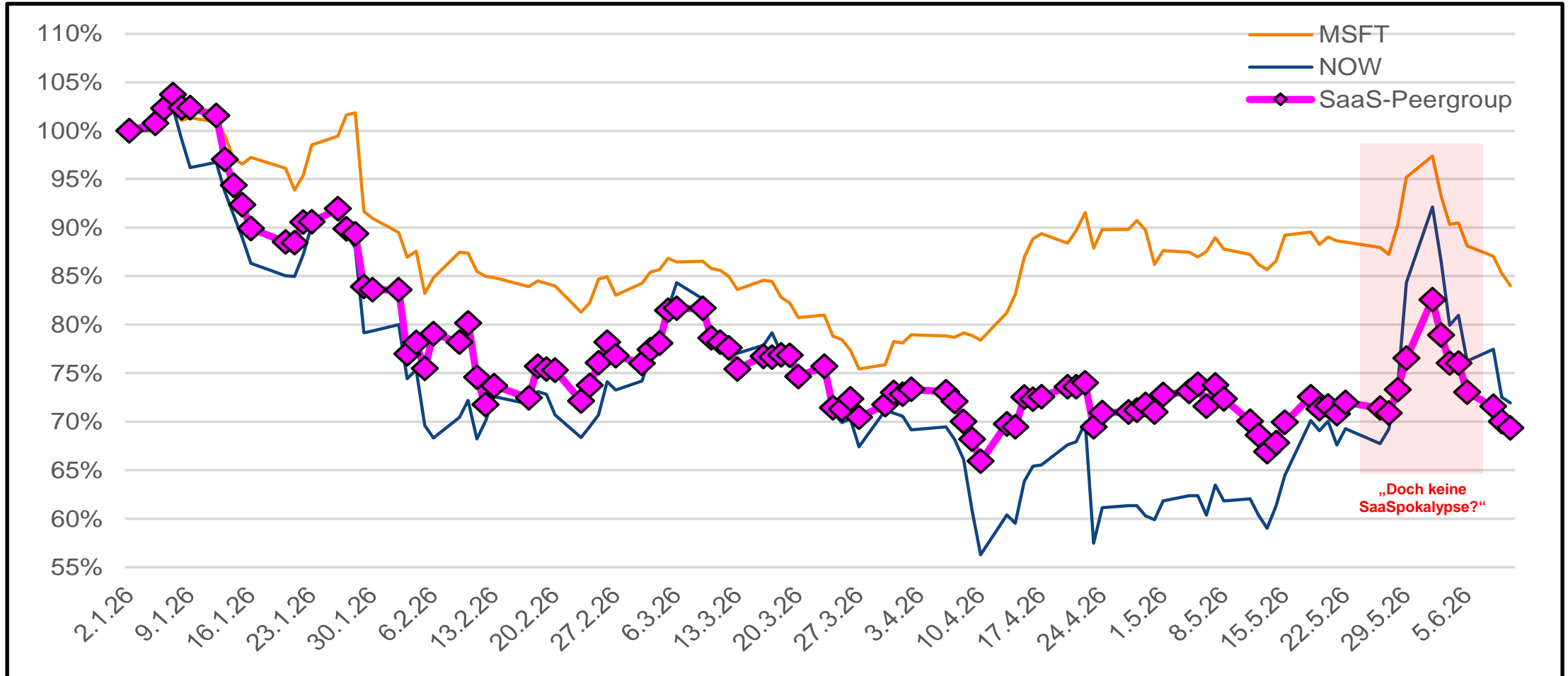
- **Kaum Differenzierung**
- **Grobe Terminal-Value-Entlüftung**
- **„High-Multiple-Werte“ im besonderen Fokus**
- **Kleinste (vermeintliche) Schwachstellen** in den Quartalszahlen **werden brutal abgestraft**

- **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



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



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

Kleinste Dellen in der Quartalszahlen-Rüstung werden unmittelbar abgestraft

GJ: 30.06. 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%	✓
3Q26-Guidance						
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

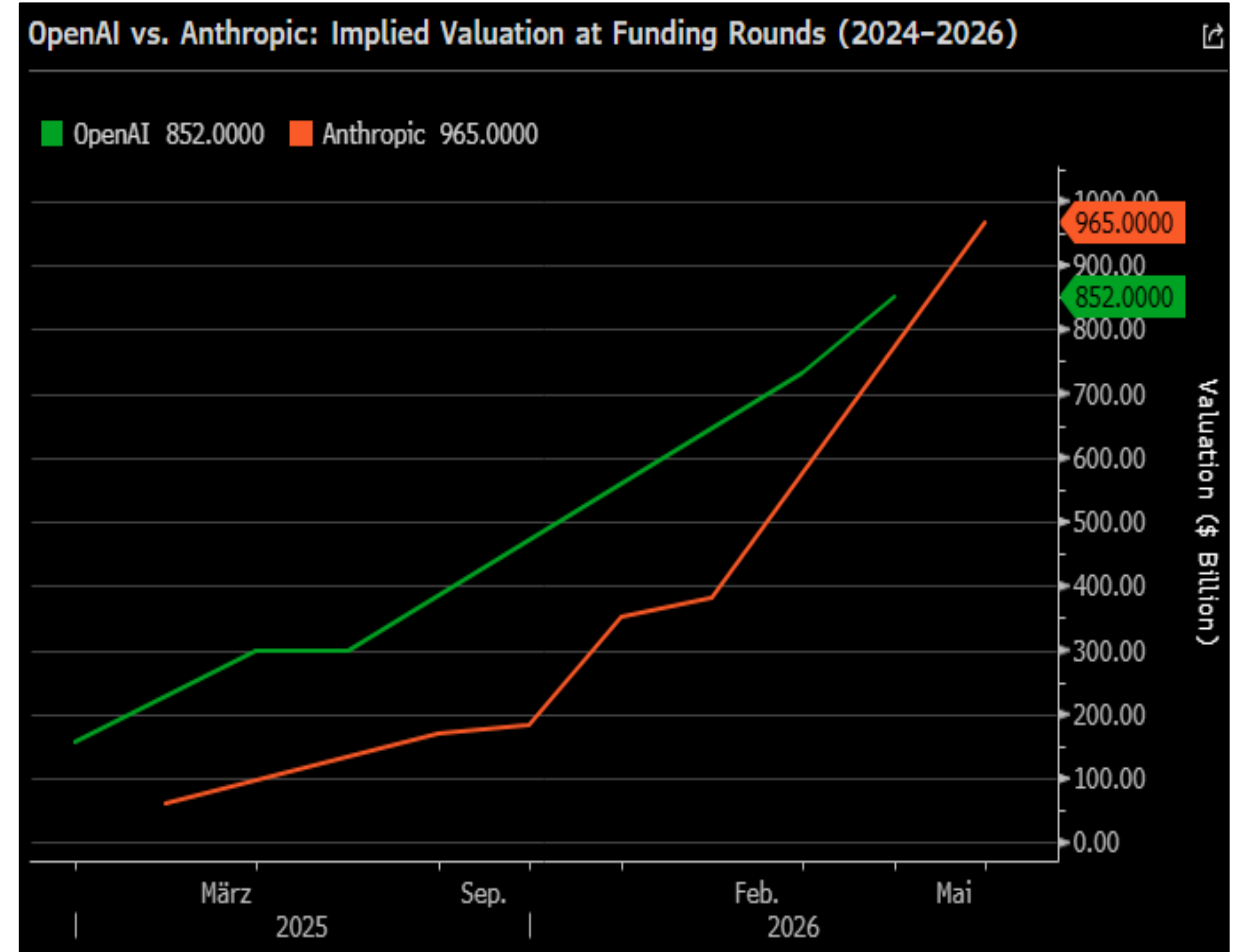
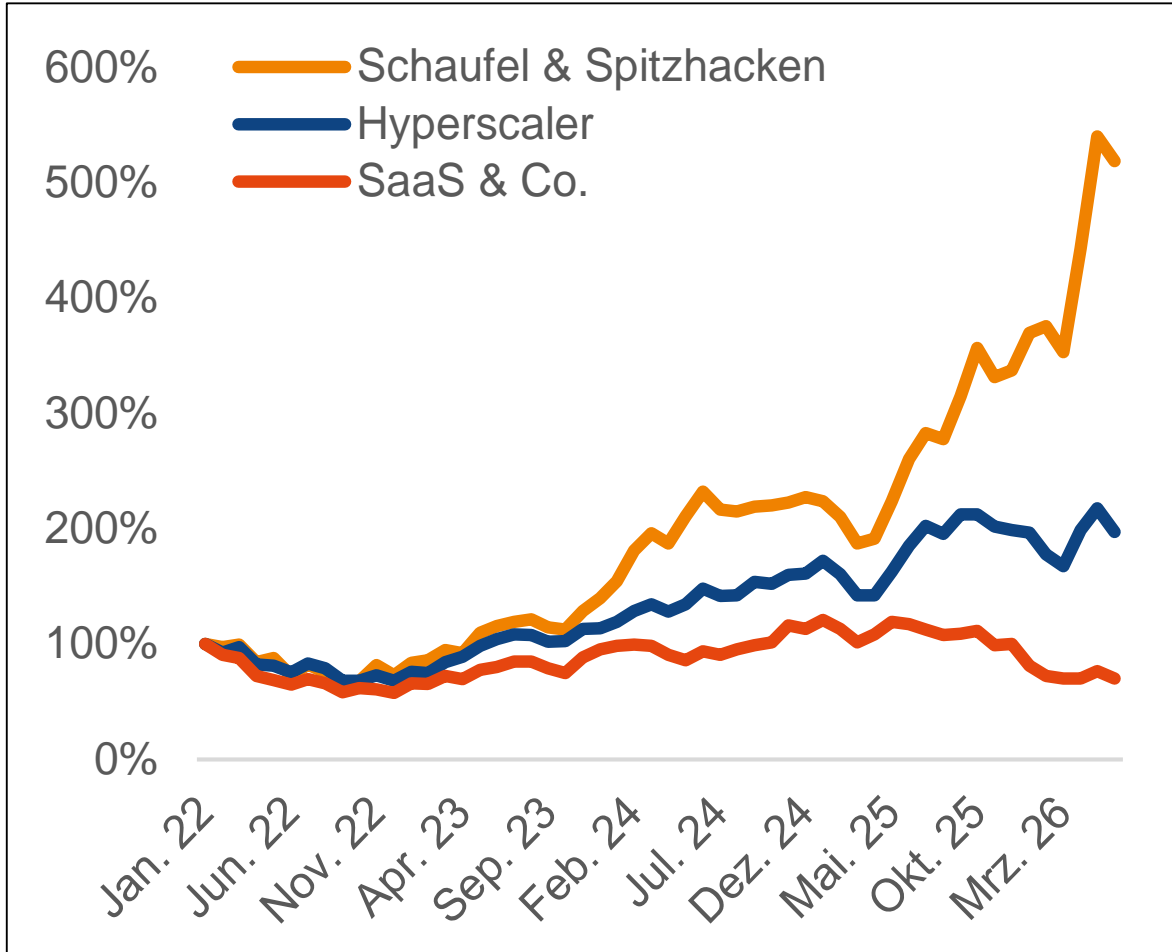
ServiceNow						
4Q25		Ist	Konsens	VQ		
Umsatz	in Mrd. USD	3.568	3.532	-	1,0%	
Adj. EBIT	in Mrd. USD	1.101	1.070	-	2,9%	✓
EBIT-Marge	in %	30,9%	30,3%	-	1,9%	✓
Adj. EPS	in USD	0,92	0,89	-	3,5%	✓
FCF	in Mrd. USD	2,0	1,9	-	5,3%	✓
RPO	in Mrd. USD	28,2	27,5	-	2,5%	✓
Guidance 2026						
Subscr. Rev. Growth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



Wer sind die (bisherigen) Gewinner der KI-Entwicklung?



... die Spitzhacken-/Schaufel-Verkäufer und die „KI-Labs“

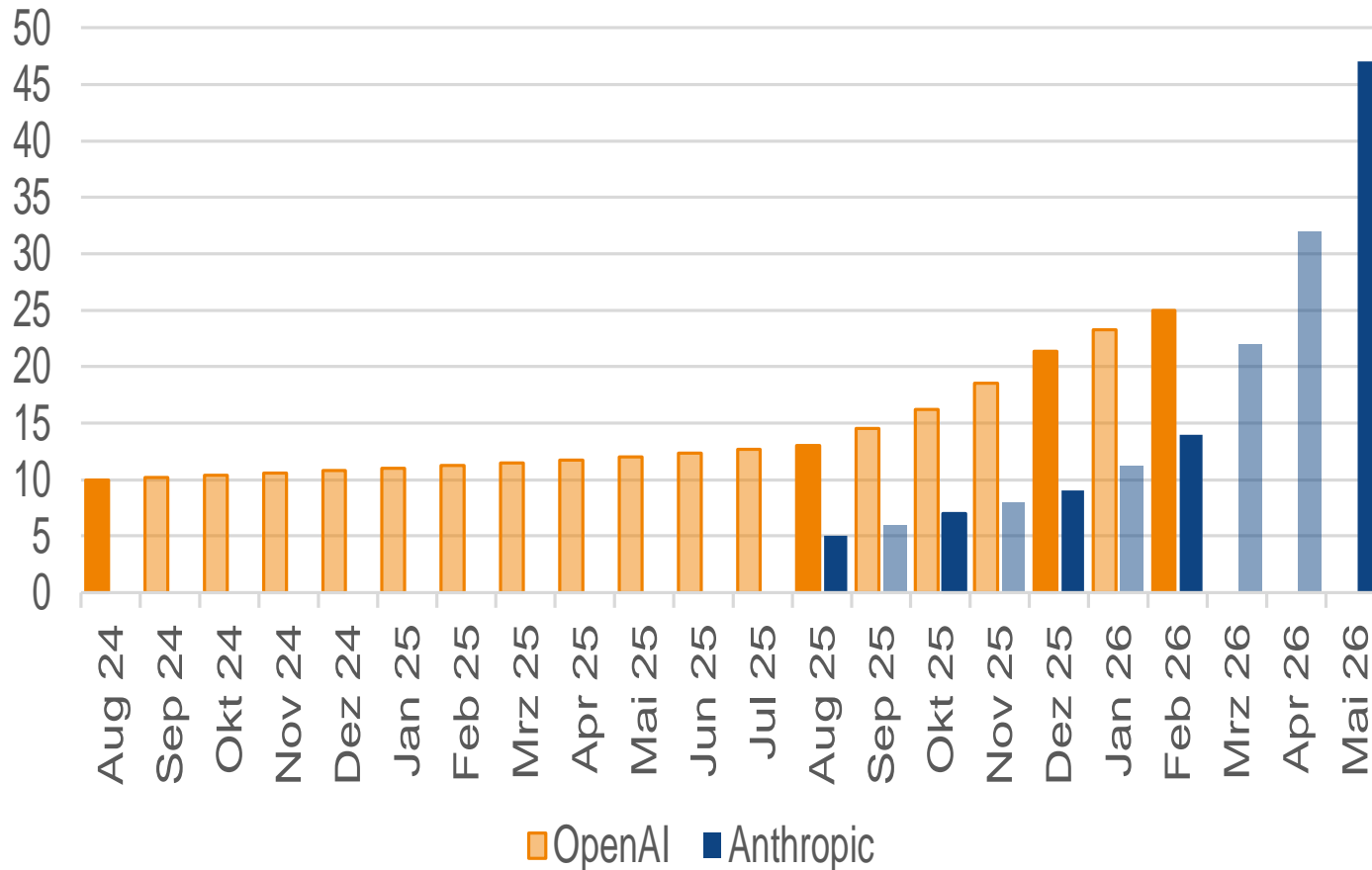


Asymmetrie der Beweisspflicht – „SaaS-Äpfel“ vs. „KI-Birnen“



KI-Unternehmen werden als Disruptions-Sieger gefeiert, ...dabei haben sie (noch?) gar nicht disruptiert

Revenue Run Rates (in Mrd. USD)



- Die Umsätze der KI-Labs stammen nur minimal aus (von SaaS-Konzernen) „eroberten“ Workflow-Erlösen beim Endkunden, ...
- ... sondern stattdessen in erster Linie aus „API-Umsätzen“ (aka: nutzungsabhängige KI-Modell-Gebühren) von SaaS-Unternehmen, Plattformen & Entwicklern ...
- ... sowie Konsumenten-Umsätzen (insb. OpenAI)

Asymmetrie der Beweisspflicht – „SaaS-Äpfel“ vs. „KI-Birnen“



Wem der Markt nicht glauben will, ... dem helfen auch keine Zahlen über den Erwartungen

	ADBE			ADBE			ADBE		
	Umsatz			EBIT			EBIT-Marge		
	Ist	Soll		Ist	Soll		Ist	Soll	
1Q24	5.182	5.143	0,8%	2.467	2.398	2,9%	47,6%	46,6%	1,0%
2Q24	5.309	5.292	0,3%	2.441	2.419	0,9%	46,0%	45,7%	0,3%
3Q24	5.408	5.373	0,7%	2.515	2.462	2,2%	46,5%	45,8%	0,7%
4Q24	5.606	5.538	1,2%	2.596	2.527	2,7%	46,3%	45,6%	0,7%
1Q25	5.714	5.661	0,9%	2.715	2.661	2,0%	47,5%	47,0%	0,5%
2Q25	5.873	5.801	1,2%	2.674	2.621	2,0%	45,5%	45,2%	0,3%
3Q25	5.988	5.909	1,3%	2.773	2.694	2,9%	46,3%	45,6%	0,7%
4Q25	6.194	6.110	1,4%	2.824	2.780	1,6%	45,6%	45,5%	0,1%
1Q26	6.398	6.280	1,9%	3.035	2.953	2,8%	47,4%	47,0%	0,4%
2Q26	6.618	6.455	2,5%	2.945	2.873	2,5%	44,5%	44,5%	0,0%

„Ja! OK! Die Zahlen lagen über den Erwartungen“
... **Noch!**

Asymmetrie der Beweisspflicht – „SaaS-Äpfel“ vs. „KI-Birnen“



Wem der Markt nicht glauben will, ... dem helfen auch keine Zahlen über den Erwartungen

Das Kernproblem der SaaS-Unternehmen

- Weil die KI-Labs spektakuläres Wachstum zeigen, wird das auch von den SaaS-Unternehmen erwartet
- Die SaaS-Unternehmen verdienen ihr Geld aber in erster Linie beim „Enterprise-Endkunden“
- Letzterer befindet sich aber gerade erst beim Übergang von der Experimentier- in die Umsetzungsphase
- „Umsetzungs-Entschleuniger“:
 - Makro-Unsicherheit
 - KI-Entwicklungsgeschwindigkeit
 - Organisation muss angelernt werden
 - Prinzip „Safety First“
 - Pricing-Unsicherheit (Seat-based-Pricing => Outcome-Based-Pricing)
- **Fazit:** Das Umsatzwachstum bei den „SaaS-Festungen“ kommt – ERKLÄRBAR – mit Verspätung, ... aber dafür hat der Markt noch kein Ohr!

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 (+ Kontext) 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 UNTER der SaaS-Oberfläche an	Die SaaS-App dockt UNTER 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



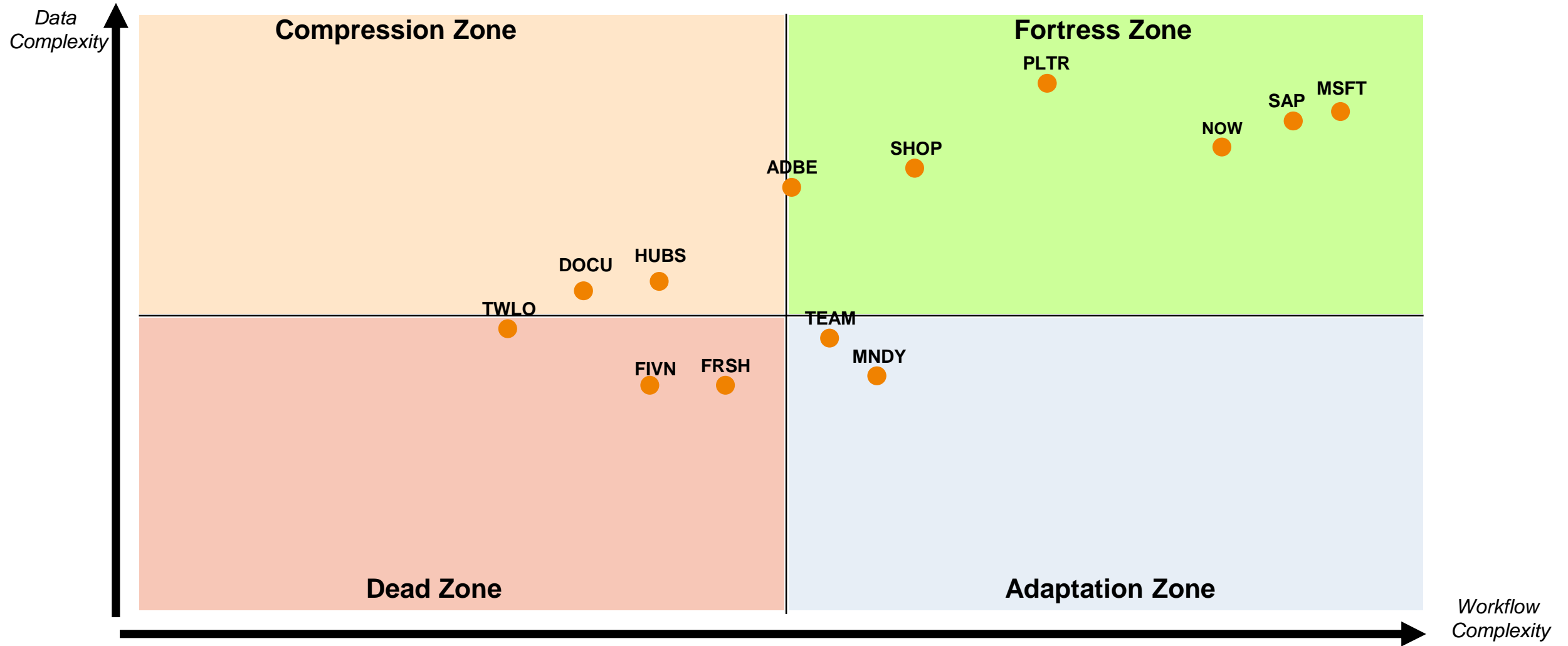
SaaS-Festungen: Regulierte Kernsysteme für Daten, Prozesse, Compliance & Risikoentscheidungen



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



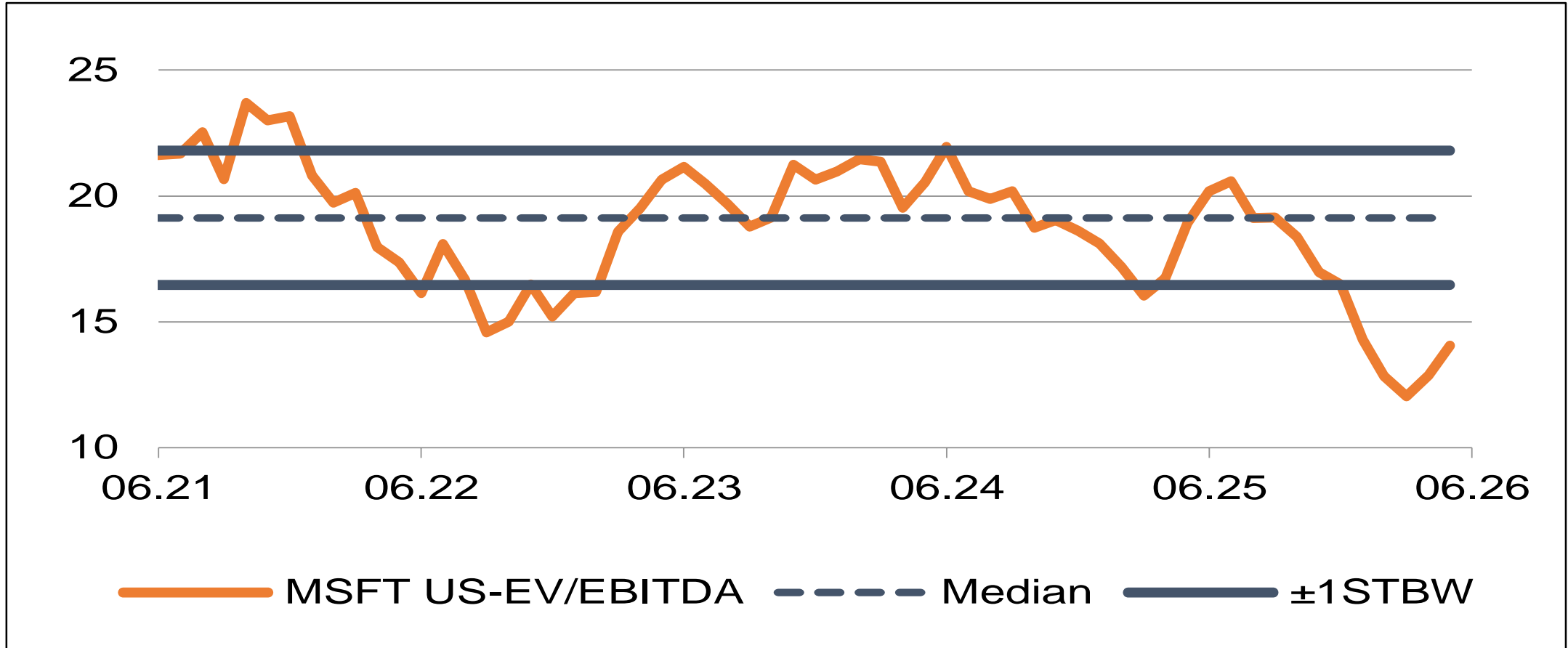
Full-Stack-Dominanz: Von der Infrastruktur bis zur KI-gesteuerten Arbeitsoberfläche

1	Komplett-Stack: IaaS, PaaS, SaaS	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	System of Record in vielen Bereichen	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	Einheitlicher Semantic Layer mit Fabric	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	Copilot als KI-Einstiegspunkt	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	AI-ready Data Governance	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	Modell- und Plattformwahl im eigenen Ökosystem	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	Breite Business Workflows	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	Tiefe Integration von KI in bestehende Produkte	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



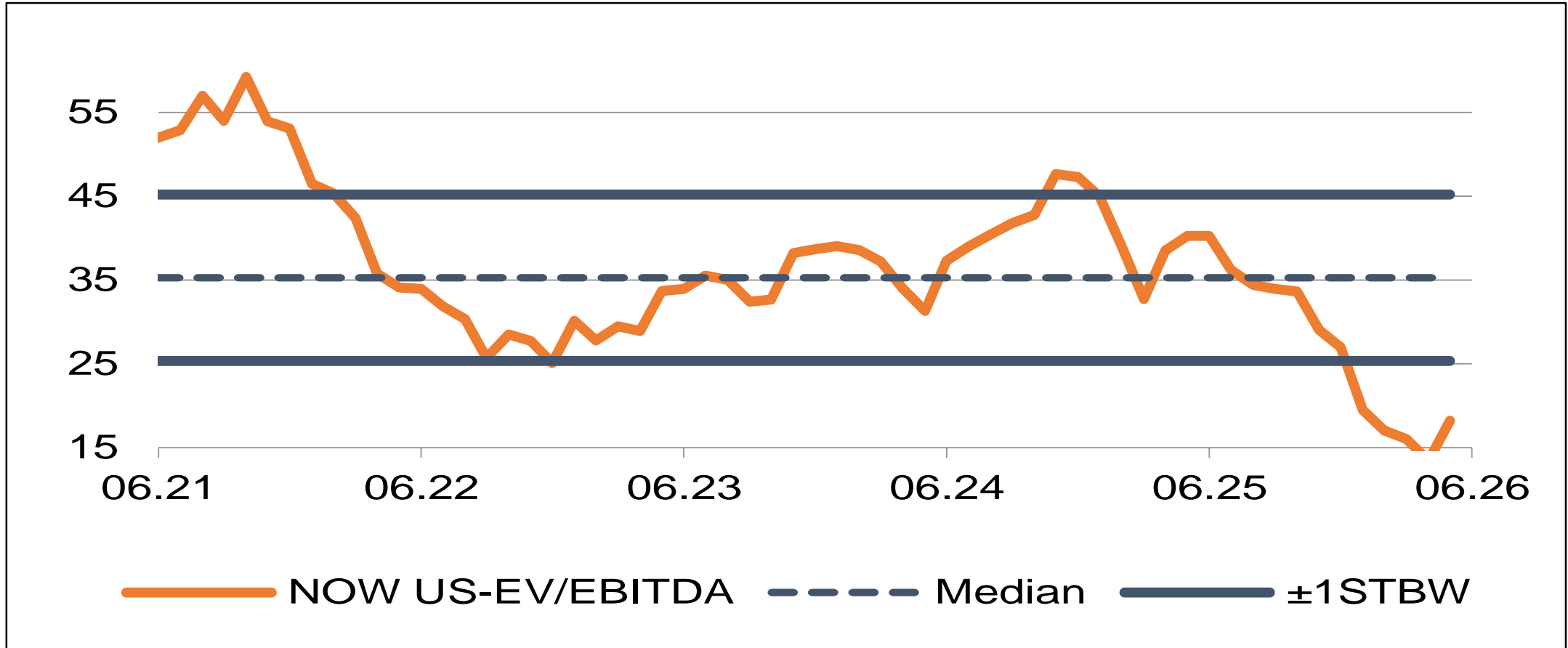
Vom System of Record zum AI Control Tower für Enterprise Services

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



- 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 Umsatzzielen, 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 Wertpapiernebenleistung. 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 Dokuments 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 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

E-Mail: 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

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