

ANALYSE

Also profitiert von künstlicher Intelligenz

Der IT-Grosshändler wandelt sich mehr und mehr zu einem Technologieanbieter. Das verhilft ihm zu einer deutlich höheren Rentabilität. Im Aktienkurs spiegelt sich dieser Wandel noch zu wenig.

Andreas Kälin

24.08.2023, 02.41 Uhr

Das Thema künstliche Intelligenz (KI) euphorisiert zurzeit die Anleger. Das zeigt sich insbesondere an der Kursentwicklung von Unternehmen, denen auf diesem Feld eine Pionierrolle zugeschrieben wird – wie Nvidia, dem Hersteller von Grafikprozessoren, dessen Aktien allein in diesem Jahr um deutlich über 200% zugelegt haben und inzwischen zu einem exorbitanten Kurs-Gewinn-Verhältnis 2023 von über 100 gehandelt werden.

Hinter dem Hype um KI steht allerdings eine Entwicklung, die unaufhaltsam sein wird und mit der sich Unternehmen zwangsläufig befassen müssen. Ein eindeutiger Nutzniesser davon ist auch die Schweizer Also. Der IT-Technologieanbieter mit Sitz in Emmen profitiert in zweierlei Hinsicht von KI: Erstens steigert sich dadurch die Nachfrage der Kunden nach Soft- und Hardware, zweitens setzt Also selbst KI ein, um ihre Prozesse und Systeme zu optimieren.

Also N (/aktien/no-region/no-list/2459027-4-1)

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/2459027-4-1](#))



Wie Also KI für sich nutzt

Die Wurzeln von Also liegen im Grosshandel mit Geräten für die Branchen IT, Unterhaltungselektronik oder Telekommunikation; für dieses traditionelle Geschäftsmodell ist eine effiziente Lagerhaltung ein zentraler Erfolgsfaktor. Das Unternehmen nutzt KI zur Lageroptimierung, wie VR-Präsident und CEO Gustavo Möller-Hergt ausführt.

So habe die Gesellschaft intern vor einiger Zeit ein Programm für die Disposition entwickelt. Es basiert auf Predictive Analytics, wobei grosse Datenmengen ausgewertet werden, um Zusammenhänge und Muster im Kundenverhalten zu identifizieren und Vorhersagen darüber zu machen. Ein anderes Programm dient dazu, die effizienteste Verpackungsweise für unterschiedliche Warenlieferungen zu berechnen.

Eine Art von generativer KI sind die Large Language Models (LLM), die mit riesigen Textmengen trainiert werden und in der

Lage sind, natürliche Sprache zu verstehen und zu generieren. Gemäss Möller-Hergt verwendet Also LLM zum Beispiel dazu, Produktbeschreibungen zu kodieren resp. in eine einheitliche Struktur zu bringen. So kann der Kunde im Angebot leicht ein spezifisches Produkt sowie auch alternative Modelle von anderen Anbietern finden.

Echte und nicht echte KI

Wie Möller-Hergt ergänzt, fragen Kunden auch zunehmend nach lokal installierten Large Language Models. Unternehmen würden etwa Open Source LLM nutzen, um intern textbasierte Dialogsysteme (Chatbots) zu entwickeln und so Kundenanfragen zu verstehen sowie Antworten darauf zu automatisieren. Diese Systeme helfen dem technischen Support.

Die Grenzen, was effektiv KI ist und was nicht, sind indes fliegend, bemerkt Möller-Hergt. So würden LLM meist vorhandenes Wissen aggregieren, «echte KI muss aber in der Lage sein, auch neue Fragestellungen zu beantworten, die sich nicht rein aus bereits vorhandenem Wissen erschliessen lassen».

Die Entwicklung hin zum Einsatz von KI führt auch dazu, dass neue Prozessoren und damit neue Hardware, neue Rechenzentren und Speicherlösungen eingesetzt werden müssen. Grundsätzlich treibt KI den Bedarf an Hardware und Anwendungen, sagt der Chef von Also und fügt an: «Wir sehen eine steigende Nachfrage nach KI-Cloud-Diensten wie Azure, IBM Watson X und spezialisierter KI-Hardware von Nvidia oder anderen.» Kleinere oder mittlere Unternehmen, die sich die Teams und die Hardware für die KI-Entwicklung nicht leisten könnten, hätten die Möglichkeit, Cloud-basierte Modelle diverser Anbieter zu verwenden. Gerade für KMU könne der

Einsatz von KI ein entscheidender Wettbewerbsvorteil sein, meint Möller-Hergt.

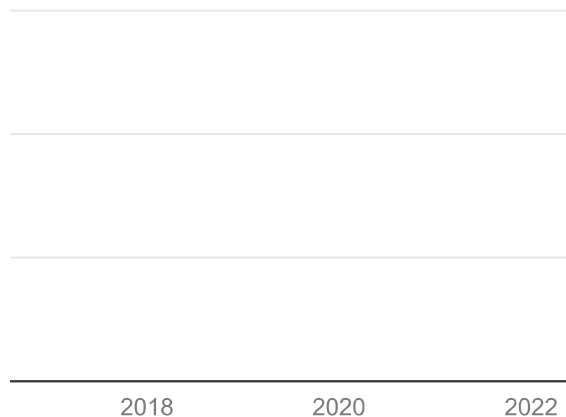
Wachstumsfaktor Unique User

Die erhöhte Nachfrage im Zuge von KI zeigt sich insbesondere im Wachstum des Cloud-Geschäfts von Also, das mittlerweile die Basis eines digitalen Arbeitsplatzes bildet. Also hat dafür den Begriff Unique User eingeführt. Er bezeichnet den Arbeitsplatz eines Benutzers resp. Endkunden, der einen oder mehrere bezahlte Cloud-Dienste, Software-, Hardware- und IT-Service-Abonnements umfasst und durch den sogenannten Also Cloud Marketplace verwaltet wird.

Die Zahl dieser Unique Users, die Also über Wiederverkäufer oder Reseller erreicht, hat sich in den Jahren 2017 bis 2022 von 0,8 auf 3,7 Mio. mehr als vervierfacht. Im selben Zeitraum ist zugleich der Umsatz pro Unique User um 110% von 92 auf 193 € gestiegen. Also sieht hier ein Potenzial bis 1200 €.

KI verhilft dem Cloud-Geschäft zu starkem Wachstum

Umsatz des Cloud-Geschäfts von Also in Mio. € *



* vor Anpassung PvA (Principal versus Agent)

Grafik: themarket.ch • Quelle: Also

Dank dieser beiden Wachstumsfaktoren, der stark steigenden Anzahl Unique Users und der zugleich zunehmenden Monetisierung des digitalen Arbeitsplatzes, erhöhte sich der Umsatz des Cloud-Geschäfts von 2017 bis 2022 um gut 740% von 85 auf 716 Mio. €. Im ersten Halbjahr 2023 hat verglichen mit der gleichen Vorjahresperiode ein weiterer Anstieg um 66% auf 529 Mio. € resultiert.

Hierarchie der drei Segmente

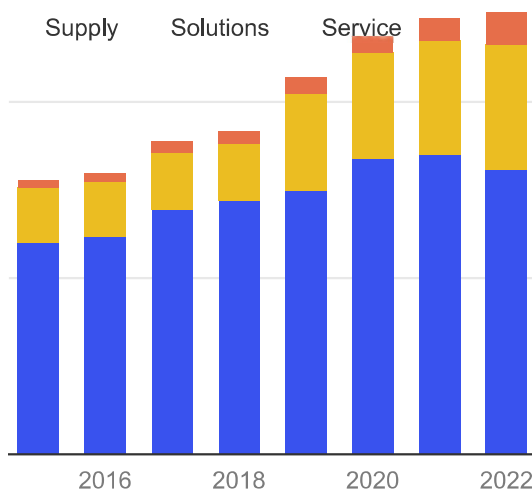
Dabei ist das Cloud-Geschäft bei Also zentraler Bestandteil des Segments Service, das zudem noch die Logistik-Services und die Marketing-Services umfasst. Die Letzteren beiden bilden sozusagen opportunistische Geschäftsfelder, die nicht im Fokus der Geschäftsentwicklung von Also stehen.

Also hat noch zwei weitere Segmente. Das traditionelle Geschäftsmodell Supply umfasst den Grosshandel mit Geräten und Applikationen für die Branchen IT, Unterhaltungselektronik sowie Telekommunikation. Das Segment Solutions unterstützt vor allem kleine und mittlere Unternehmen betreffend IT-Architektur und IT-Design. Es offeriert Lösungen, bei denen Geräte so konfiguriert werden, dass sie miteinander kommunizieren.

Zwischen diesen drei Segmenten gibt es eine klare Skala: Supply generiert den grössten Umsatz, aber wie für ein Grosshandelsgeschäft typisch nur eine geringe Marge. Demgegenüber bringt Solutions weniger Umsatz, aber mehr Marge. Das kleinste, dafür aber margenstärkste Segment ist Service. Die drei Segmente mit ihren unterschiedlichen Geschäftsmodellen ergänzen und fördern sich gegenseitig.

Das kleinste Segment Service ist das margenstärkste

Umsatzentwicklung der Segmente in Mio. €



Hohe Skalierbarkeit als Vorteil

Das weitaus am rasantesten expandierende Segment Service mit dem Cloud-Geschäft generiert wiederkehrenden Umsatz und ist sehr gut skalierbar. Urs Beck, Fondsmanager bei der Privatbankgruppe EFG, gefallen dieser Wandel von Also zu einem serviceorientierten Technologieanbieter und die hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. Dadurch verfüge Also über einen grossen operativen Hebel: «Pro neuen Kunden fallen fast keine zusätzlichen Kosten an.»

Eine Bedingung für die Skalierbarkeit ist, dass Also ihre Angebote über Wiederverkäufer resp. Reseller vermittelt und sich nicht direkt an den Endkunden richtet. Bei diesen Resellern handelt es sich typischerweise um Systemhäuser und kleinere bis mittlere IT-Unternehmen. Sie können auf der Plattform von Also die benötigten Produkte und Lösungen bestellen und für ihre Kunden dann zusätzliche, individualisierte Leistungen erbringen.

Das Ökosystem von Also umfasst potenziell rund 120'000 solche Reseller, wobei nur mit einem Teil aktive Geschäftsbeziehungen unterhalten werden. Dem Endkunden bietet dieses System die Sicherheit, dass er alle Software-Updates erhält und die Softwarelizenzen verwaltet werden.

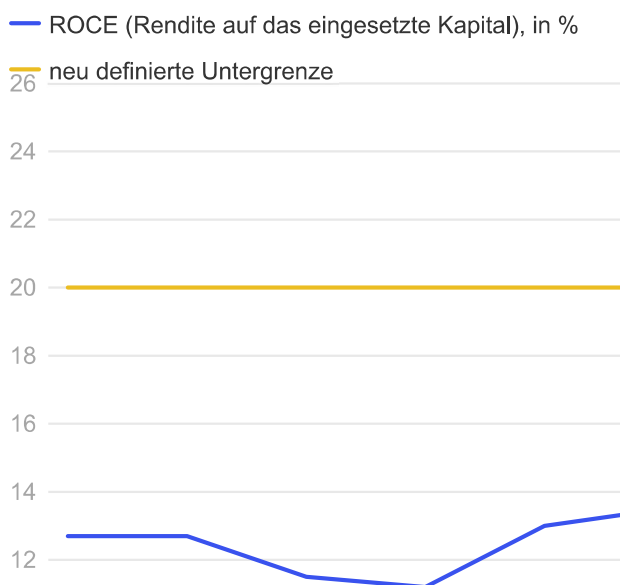
Ein Renditesprung

Die Weiterentwicklung des Unternehmens muss sich letztlich in einer höheren Rentabilität niederschlagen. Eine zentrale Zielgrösse dafür ist der ROCE (Return on Capital Employed, die Rendite auf das eingesetzte Kapital), mit dem es seine Kapitaleffizienz bewertet.

Wie Beck ausführt, sei das Geschäft von Also wenig kapitalintensiv, und zwar umso ausgeprägter, je mehr der Anteil von Cloud-Diensten und Software am Umsatz steige. «Dazu kommt, dass Also die Kosten sehr gut im Griff hat.»

In der Entwicklung der Rentabilität zeigt sich deutlich ein positiver Effekt des Wandels von Also, der sich mit dem Ausbau Cloud-basierter As-a-Service-Angebote vollzieht: Der ROCE hat sich in den letzten Jahren kräftig erhöht – als neue Untergrenze setzt sich die Gesellschaft nun einen Wert von 20%.

Wandel von Also schlägt sich in höherer Rentabilität nieder



Grafik: themarket.ch • Quelle: Also

Der zunehmende Bedarf an Cloud-Diensten und Software bildet für Also einen strukturellen Wachstumstreiber. Sie beschleunigt ihr Wachstum zudem mit Akquisitionen: Seit 2011 hat sie insgesamt 28 Zukäufe durchgeführt. Damit hat sie die geografische Expansion vorangetrieben, vor allem in Ost- und Südeuropa. Die Unternehmensleitung hat inzwischen offenbar

auch den Markt USA ins Visier genommen und würde dort gerne akquirieren, weiss Beck.

Aktionärsfreundliche Politik

Die Aktionäre (darunter die deutsche Droege Group mit einem Mehrheitsanteil von 51,3%) profitieren mit von der Entwicklung von Also: Die Titel haben 2016 begonnen, sich deutlich besser zu entwickeln als der breite Schweizer Markt. Die Coronakrise verschaffte ihnen zwischenzeitlich noch zusätzlichen Schub.

Deutliche Überperformance von Also ab 2016

per 1.1. 2015 indexiert



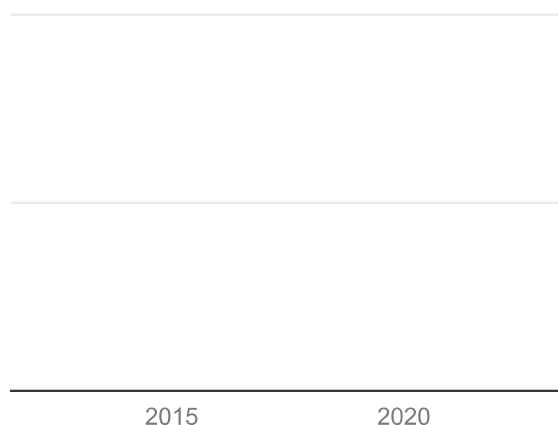
Grafik: themarket.ch • Quelle: Bloomberg

Zugute kommt den Aktionären auch, dass sich mit dem Geschäftsmodell von Also ein steter und beträchtlicher freier Cashflow generieren lässt. Ronald Wildmann, Fondsmanager bei Serafin Asset Management, weist auf die hohe Cash Conversion Rate hin: Das heisst, ein Grossteil des ausgewiesenen Gewinns fällt in verfügbaren Barmitteln an.

Freie Mittel kann das Unternehmen über Dividenden und Ausschüttungen an seine Eigner zurückführen. Wie Wildmann hervorhebt, verfolge Also «eine ausgesprochen aktionärsfreundliche Politik». Die Dividende steigt alljährlich, und erst vor einem Monat hat das Unternehmen ein Aktienrückkaufprogramm abgeschlossen. Wildmann ist überzeugt, dass bald ein neues folgen wird.

Also erhöht die Dividende jedes Jahr

Dividende je Aktie in Fr., 2023 Schätzung Bloomberg-Konsens



Grafik: themarket.ch • Quelle: Also

Die Rolle von Möller-Hergt

Eine treibende Kraft hinter der Erfolgsgeschichte von Also ist Gustavo Möller-Hergt, sagen die Fondsmanager Beck und Wildmann übereinstimmend. Möller-Hergt führt den Technologieanbieter in der Doppelrolle als Verwaltungsratspräsident und CEO. Er hat, so Beck, auch immer «sehr persönliche Beziehungen zu den Investoren unterhalten».

Anfang Mai hat Also aber bekanntgegeben, dass der 61-jährige Deutsch-Peruaner die operative Verantwortung nach zwölf Jahren auf Ende April 2024 in jüngere Hände legen werde – in welche, ist nicht bekannt. Aber auch darüber hinaus werde er dem Unternehmen als Verwaltungsratspräsident weiter zur Verfügung stehen. Für Wildmann kam die Ankündigung «überraschend», und sie stellt für ihn den einzigen Wermutstropfen in der Anlagestory von Also dar.

Die Bewertung lädt zum Kauf ein

Wildmann setzt in den beiden von ihm geführten Fonds auf Also, wobei der Technologieanbieter im Fonds AMG Schweizer Perlen sogar unter den fünf Toppositionen figuriert. In dem von Beck gemanagten New Capital Swiss Select Equity Fund bildet er gemessen an der relativen Gewichtung «die grösste Wette».

Aus Sicht der Fondsmanager sind die Aktien moderat bis günstig bewertet. Das Verhältnis von Unternehmenswert (EV) zum geschätzten diesjährigen Betriebsergebnis auf Stufe Ebitda beträgt unter 9, während die Gesellschaften im Swiss Performance Index (SPI) im Schnitt zu einem EV/Ebitda von 13 gehandelt werden.

The Market ist ebenfalls der Ansicht, dass die Valoren weiterhin eine versteckte Perle sind und sich sehr gut als Teil eines Schweizer Aktienportfolios eignen.



MR MARKET

Also wird zu unrecht abgestraft

Mit den hoch bewerteten Pandemiegewinnern kommen auch die Aktien des IT-Distributors unter die Räder. Doch im Unternehmen steckt mehr, als es den Anschein machen könnte.

19.01.2022



ANALYSE

Also: Corona beschleunigt die Transformation

Der Technologieanbieter hat dank dem Cloud-Geschäft strukturelles Wachstumspotenzial. Der jüngste Digitalisierungsschub sollte helfen, es schneller auszuschöpfen als gedacht.

16.10.2020



DAS INTERVIEW

«Die Cloud bringt einen Paradigmenwechsel»

Gustavo Möller-Hergt, Präsident und CEO von Also, erklärt, welchen Nutzen der Grosshändler aus der Cloud zieht, und sagt, warum er dem Verkauf von Hardware trotzdem treu bleiben will: «Mein Interesse gilt der absoluten Gewinnkraft.»

24.02.2020



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.