Novind
RESEARCH

DEEP-DIVE RESEARCH

Reply S.p.A.

„Ein europäischer Hidden Champion“



Bild erstellt mit KI

KURS 02.10.2026	BÖRSENWERT	ANLAGEHORIZONT	ISIN
122,50 EUR	4,57 Mrd. EUR	5 Jahre und mehr	IT0005282865

Eugen Dittrich · Novind GmbH · 02.10.2026
www.novind-research.com

GLOBAL. KONTRÄR. UNABHÄNGIG.

Inhaltsverzeichnis

1 Hinweise 3

2 Executive Summary 4

3 Die IT-Beratungsbranche: Lage und Herausforderungen 6

3.1 Warum die Transformation ohne IT-Beratung nicht gelingt 6
3.2 Warum unverzichtbar nicht gleich profitabel ist 7
3.3 Einschätzung des Marktes 7
3.4 Aktuelle Herausforderungen der Branche 8
3.5 Wer sind die möglichen Gewinner 8

4 Vorstellung Reply S.p.A. 10

4.1 Unternehmensprofil, Zahlen, Regionen 10
4.2 Geschäftsmodell, Businesssegmente 13
4.3 Das Management 16
4.4 Eigentümerstruktur 18

5 Wettbewerb 20

6 Gehört Reply zu potenziellen Gewinnern? 22

6.1 Erlösmodell 22
6.2 Zugangsbarrieren 22
6.3 Domänentiefe 24
6.4 Transformationskapazität 24
6.5 Fazit 25

7 Analystenschätzungen 26

8 Risiken 27

9 Schlusswort 28

10 Disclaimer 30

1 Hinweise

Erstellt von:	Novind GmbH, Eugen Dittrich
Erstellungsdatum:	02.10.2026
Analysiertes Instrument:	Reply S.p.A. · ISIN IT0005282865 · Euronext Milan (Borsa Italiana, Segment STAR) · EUR
Kurs zum Stichtag:	122,50 EUR am 02.10.2026
Anlagehorizont:	Langfristig, 5 und mehr Jahre
Interessenkonflikte:	Novind bzw. mit Novind verbundene Unternehmen halten Aktien von Reply S.p.A. Der Reply-Anteil macht weniger als 0,5% des Gesamtportfolios von Novind bzw. mit Novind verbundener Unternehmen aus.
KI-Nutzung:	KI wurde als Werkzeug bei Recherche, Datenanalyse, Texterstellung, Übersetzung und Überprüfung eingesetzt. Alle Inhalte wurden von Analysten der Novind GmbH geprüft und freigegeben; die redaktionelle Verantwortung liegt ausschließlich bei der Novind GmbH.
Track Record:	Keine Darstellung der Wertentwicklung in diesem Report, da Erstbericht.
Aktualisierung:	Keine Aktualisierung, da Erstbericht.
Abhängigkeiten:	Es bestehen keine Provisionsvereinbarungen, IR-Mandate, Beratungsverhältnisse mit dem Emittenten.
Kontakt für Rückfragen:	info@novind-research.com

Disclaimer

Novind Research erstellt **Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)** und veröffentlicht diese gewerblich. Wir handeln nicht als Anlageberater im Sinne des § 32 KWG und erbringen keine auf Ihre persönlichen Verhältnisse zugeschnittene Beratung.

Veröffentlichte Analysen dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen **keine Anlageberatung und keine auf individuelle Verhältnisse zugeschnittene Empfehlung dar**. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.

Bitte beachten Sie unseren vollständigen Disclaimer im Kapitel 10 und auf https://www.novind-research.com/disclaimer/.

2 Executive Summary

Meine Damen und Herren,

in unserem Newsletter „Übersehene KI-Profiteure“ vom 19.08.2026 haben wir uns mit der IT-Beratungsbranche beschäftigt und dabei die These aufgestellt, dass einige Akteure dieses Gewerbes zu den Profiteuren der KI-Revolution zählen dürften. Wir haben gesehen, dass das Beratungsgeschäft sich in einem strukturellen Umbruch befindet und die Unternehmen vor massiven Transformationsherausforderungen stehen, ausgelöst nicht zuletzt durch die KI selbst. Solche Transformationsphasen fordern in der Regel ihre Opfer. Auch diesmal wird es nicht anders sein. Dennoch wird es neben den Verlierern auch Gewinner geben.

In diesem Bericht werden wir Ihnen das Unternehmen Reply S.p.A., ein IT-Beratungshaus aus Italien, vorstellen. Es ist das Unternehmen, von dem wir glauben, dass es die besten Voraussetzungen hat, die Branchentransformation zu meistern und als einer der Profiteure daraus hervorzugehen.

Wir empfanden es als spannendes Privileg, eine Branche zu analysieren, in der zum einen der Autor dieser Zeilen selbst 20 Jahre lang als IT-Berater gearbeitet hat, und die zum anderen wie kaum eine andere Industrie unter einem massiven Transformationsdruck steht.

Die IT-Beratungsbranche ist seit Jahrzehnten essenziell und wichtig für viele Bereiche unseres Lebens (Unternehmen, Behörden, öffentliche Einrichtungen, etc.), sodass man sie in der Praxis kaum wegdenken kann. Sowohl die Gewinne der Beratungsunternehmen als auch die Gehälter von Beratern und Programmierern sind über viele Jahrzehnte von Jahr zu Jahr gewachsen. Und nun verändert sich das Geschäftsmodell grundlegend. Die alten Regeln, nach denen ein IT-Beratungshaus wachsen und sich weiterentwickeln konnte, gelten größtenteils nicht mehr. Genau darum geht es in diesem Bericht.

Doch was genau sind die Umwälzungen und Herausforderungen und warum sollte Reply zu den Gewinnern zählen? Hier sind nur einige Kernaussagen des Berichts:

- Reply ist ein mittelgroßes europäisches IT-Beratungsunternehmen, das seine Leistungen **größtenteils zu Festpreisen** verkauft und nicht nach Stunden (Time & Material): Der Festpreisanteil lag gruppenweit im ersten Halbjahr 2026 bei rund 70% (Quelle: Earnings-Call-Transkript H1 2026, 30.07.2026).
- Der Markt behandelt Reply nach unserer Lesart **wie den Rest der Branche**. Nach der Accenture-Warnung vom 18.06.2026 verloren die großen Branchenplayer wie Infosys, Cognizant und IBM am selben Tag zwischen 5,7% und 10,5%, Capgemini schloss 8,9% tiefer (Quelle: Reuters, 18.06.2026). Auch Reply blieb davon nicht verschont und wurde abgestraft.
- Die Reply-Aktie hat jedoch den „Accenture-Schock“ **fast vollständig wettgemacht**: Während die Aktienkurse der großen Wettbewerber wie Accenture oder Capgemini auf Jahresbasis (letzten 12 Monate) immer noch tiefrot sind (Stand 02.10.2026: Accenture rund 15% und Capgemini rund 12,5% im Minus), liegt Reply nur 0,33% im Minus (Stand 02.10.2026).
- Nach unserer Einschätzung weist Reply einen Wahrnehmungs-Lag und dadurch eine Fehlbewertung (**narrative Ineffizienz**) auf. Das Narrativ haftet am alten Geschäftsmodell der Branche, dem Verkauf von Zeit; Reply verkauft überwiegend Ergebnisse zu vereinbarten Preisen.
- Die Auflösung der narrativen Ineffizienz hat **teilweise bereits stattgefunden**. Von ihrem Tief im März 2026 (76,05 EUR) ist die Reply-Aktie um 61% gestiegen (122,50 EUR am 02.10.2026). Wir gehen davon aus, dass die Bewertungslücke noch nicht vollständig geschlossen ist (KGV 15,13 gegenüber Median 24,4).

- Der Konzern hat **keine Nettoverschuldung**, sondern eine positive Nettofinanzposition von 402,0 Mio. EUR zum 30.06.2026 (596,2 Mio. EUR zum 31.12.2025), ohne Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 (Quellen: Q2 2026 Earnings Call, 30.07.2026; Annual Report 2025, 12.03.2026).
- Sollte es zu einem Börsencrash kommen, was durch die aktuelle KI-Entwicklung nicht auszuschließen ist (siehe auch unseren Newsletter „Risiken hinter dem KI-Boom“ vom 04.08.2026), so haben gerade Unternehmen ohne Schulden bessere Überlebenschancen. Wie die Investmentlegende **Peter Lynch** es formuliert hat: „**It is very hard to go bankrupt if you don’t have any debt.**“
- **„Skin in the Game“:** Die Gründerfamilie hat die Stimmenmehrheit im Unternehmen, dazu mehr im Kapitel 4.4
- Ausbau der stark regulierten, mit hohen Zugangsbarrieren versehenen Bereiche Verteidigung und europäische Souveränität, dazu mehr im Kapitel 6.2
- Starkes Portfolio an eigenen Software-Produkten, dazu mehr im Kapitel 4.2

Unternehmensdaten	
Unternehmen	Reply S.p.A.
ISIN	IT0005282865
Marktkapitalisierung	4,57 Mrd. EUR
Börse	Euronext Milan
Land	Italien, Turin
Branche	IT-Beratung
Eigentümer	Siehe Kapitel 4.4
Wachstum	Siehe Kapitel 4.1
CEO	Siehe Kapitel 4.3
KGV	15,13 (am 02.10.2026), Median = 24,4 (Quelle: Gurufocus)
PEG Ratio	1,05 (am 02.10.2026), Median = 1,25 (Quelle: Gurufocus)
Free Cash Flow Yield	6,6 (am 02.10.2026), Median = 5 (Quelle: Gurufocus)
ROE (Eigenkapitalrendite)	17,75 (am 02.10.2026), Median = 17,96 (Quelle: Gurufocus)
ROA (Gesamtkapitalrendite)	9,75 (am 02.10.2026), Median = 8,96 (Quelle: Gurufocus)
Cash-to-Debt	3,24 (Quelle: Gurufocus)
Debt-to-Equity (Statischer Verschuldungsgrad)	0,12 (Quelle: Gurufocus)
Current Ratio (Liquidität 3. Grades)	1,73 (Quelle: Gurufocus)

Deep-Dive-Reports sind bei uns kostenpflichtig. Diesen Report veröffentlichen wir als Sonderaktion kostenfrei, damit Sie sich ein Bild von unserer Arbeitsweise machen können. Sollte Ihnen unsere Arbeit zusagen, so würden wir uns sehr darüber freuen, Sie im Kreis unserer Paid-Abonnenten begrüßen zu dürfen. Begleiten Sie uns auf dieser spannenden Reise durch das konträre Investmentuniversum.

Wie immer, **wir recherchieren, Sie treffen Entscheidungen.**

3 Die IT-Beratungsbranche: Lage und Herausforderungen

In unserem Newsletter „Übersehene KI-Profiteure“ vom 19.08.2026 haben wir uns im Detail mit der IT-Beratungsbranche beschäftigt. In diesem Bericht wollen wir den Artikel nicht wiederholen, sondern nur bestimmte Kernaussagen wieder aufgreifen. Mehr Details finden Sie im oben genannten Newsletter.

3.1 Warum die Transformation ohne IT-Beratung nicht gelingt

Um das Jahr 1900 tauschten amerikanische und englische Fabrikbesitzer ihre zentrale Dampfmaschine gegen einen elektrischen Dynamo und warteten auf den Produktivitätsschub. Er blieb jedoch aus, nicht weil die Elektrizität nicht funktionierte, sondern weil die Fabriken weiter nach der Dampfmaschinen-Logik organisiert waren. Erst als die einzelnen Maschinen eigene Elektromotoren erhielten und die Fabriken neu geordnet wurden, kamen die Gewinne (Quelle: Tristan Bregy, „Die Dynamo-Falle: was Fabrikbesitzer von 1900 den KI-Investoren von heute lehren“, The Market NZZ, 18.08.2026, dort nach Paul A. David, „The Dynamo and the Computer“, 1990).

Erik Brynjolfsson und Lorin Hitt formulierten es bereits im Jahr 2000: Ein wesentlicher Teil des Werts von Informationstechnologie liege in den ergänzenden organisatorischen Investitionen, die sie überhaupt erst ermöglicht, also in Geschäftsprozessen und Arbeitspraktiken (Quelle: Brynjolfsson/Hitt, „Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance“, Journal of Economic Perspectives 14/4, 2000).

So ist es auch mit der KI: Die Produktivitätssteigerungen werden erst ersichtlich, wenn die Businessprozesse der Unternehmen neu justiert und auf KI ausgerichtet werden. Es geht nicht darum, einen Bestandteil der Prozesskette durch die KI zu automatisieren und effektiver zu machen, sondern darum, die Prozesse neu zu denken, sie zu hinterfragen, losgelöst vom innerbetrieblichen Tunnelblick.

„Über den Tellerrand schauen“ fällt den Unternehmen schwer. Hinzu kommt, dass die internen, über Jahre und Jahrzehnte gewachsenen Strukturen genau dies verhindern. Die Verbesserungsvorschläge der internen Mitarbeiter bleiben oft unerhört.

Ganz anders sieht es aus, wenn externe Berater die Vorschläge unterbreiten. Ihre Vorschläge werden wertgeschätzt (und nebenbei sehr gut entlohnt), selbst wenn sie manchmal deckungsgleich mit den Vorschlägen der eigenen Mitarbeiter sind. Schon oft hat der Autor dieser Zeilen, der selbst 20 Jahre lang als IT-Berater gearbeitet hat, diese Situation erlebt. Dieses Managementverhalten hat seine Gründe, auf die wir hier nicht eingehen wollen.

Für Anleger folgt daraus die Frage, mit der Bregy seinen Beitrag beschließt: nicht, ob ein Unternehmen KI einsetzt, sondern ob es „seine Fabrik neu baut oder lediglich die Maschine austauscht“ (Quelle: Tristan Bregy, „Die Dynamo-Falle: was Fabrikbesitzer von 1900 den KI-Investoren von heute lehren“, The Market NZZ, 18.08.2026). Wir halten das für die plausibelste Kurzformel, die wir zu diesem Thema bisher gelesen haben. Sie gilt für die Kunden der IT-Beratungen, und sie gilt für die Beratungen selbst.

> Halten wir also fest: Unternehmen tauschen derzeit die Maschine aus, die Fabrik baut kaum jemand neu. Übersetzt heißt das: Viele Geschäftsprozesse müssen neu gedacht und neu formiert werden. Dazu benötigt man Know-how und technische Expertise. Und genau dies liefern die Beratungshäuser.

3.2 Warum unverzichtbar nicht gleich profitabel ist

Thierry Borgeat, von der Zürcher Investmentgesellschaft arvy, hat dafür die passende Parallele gezogen: Die kommerzielle Luftfahrt hat die Welt verändert, ihre Aktionäre haben über Jahrzehnte kaum etwas verdient (Quelle: Thierry Borgeat, „AI wie in AI-rlines? Schlecht für die Hyperscaler — gut für Sie“, The Market NZZ, 27.07.2026). Wir bei Novind finden diese Analogie zutreffend und teilen sie. Werttreiber ist nicht die Unverzichtbarkeit, sondern die Frage, wer den geschaffenen Wert behalten darf.

Das lässt sich an einem Beispiel zeigen. Zwei Beratungen erledigen dieselbe Aufgabe, beide benötigen durch KI 30% weniger Zeit. Die erste rechnet nach Aufwand ab (klassisches Time & Materials), also Stunden mal Stundensatz. Sie braucht 30% weniger Stunden und stellt 30% weniger in Rechnung. Ihre eigene Produktivität vernichtet Umsatz. Die zweite hat einen Festpreis vereinbart. Ihre Kosten sinken um 30%, der Preis bleibt. Dieselbe Produktivität hebt hier die Marge.

Dieser Schluss gilt allerdings nicht automatisch. Freigesetzte Stunden sind nur dann verlorener Umsatz, wenn die Nachfrage fehlt, um sie neu einzusetzen. Es kommt also auf die Vertragsstrukturen und Ressourcenallokation der IT-Beratungen an.

3.3 Einschätzung des Marktes

Am 19.03.2026 meldete Accenture (Ticker ACN:NYSE), der unangefochtene Marktführer in der IT-Beratungsbranche, Rekordbuchungen von 22,11 Mrd. USD (Quelle: Accenture plc, Earnings Release Q2 GJ 2026, 19.03.2026).

Drei Monate später, am 18.06.2026, verlor dieselbe Aktie an einem Tag mehr als 17%. Das Quartal selbst war nicht schlecht: Umsatz 18,72 Mrd. USD, +6%, operative Marge 17,0%, Gewinn je Aktie 3,80 USD, +9%.

Es waren die Auftragseingänge, die für den Kurseinsturz gesorgt haben: Sie sanken auf 19,3 Mrd. USD (Quelle: Accenture plc, Earnings Release Q3 GJ 2026, 18.06.2026). Der Markt wertet Accenture als Gradmesser für globale IT-Investitionen und hat daraufhin die Aktienkurse anderer IT-Beratungsunternehmen ebenfalls abgestraft.

Die bereits vorhandene Sorge im Markt war, dass generative und zunehmend autonome KI einen Teil der traditionellen Beratungs-, Implementierungs- und Outsourcing-Arbeit produktiver macht oder ersetzt. Die Börse wertete die Meldung als Hinweis, dass Accenture nicht nur vorübergehend durch geopolitische Sonderfaktoren belastet wird, sondern dass sich das Wachstum im Kerngeschäft strukturell abschwächen könnte. Und diese Sorge wurde auf die ganze Branche übertragen.

Hier ist jedoch Sorgfalt geboten. Ein Punkt wird in der Ursachenanalyse des Kurseinbruchs meistens übersehen: Accenture führte als Grund vor allem den Iran-Krieg an, der das Nahost-Geschäft mit 400 Mio. USD belastete (Quelle: Reuters, 18.06.2026). Auffällig ist die Ansteckung: Der Markt preist offenbar etwas Grundsätzlicheres ein.

Dabei ist die Beweislage im gesamten IT-Beratungsmarkt uneinheitlich. Accenture zeigt eine fallende Bewertung bei steigendem Umsatz. Tata Consultancy Services zeigt echte Erosion: erster Umsatzrückgang seit dem Börsengang 2004, −0,5% auf 30 Mrd. USD, Kursverlust seit Anfang 2025 über 44% (Quelle: Handelsblatt, 21.07.2026). Der Markt behandelt beide Fälle gleich. Novind Research tut das nicht.

3.4 Aktuelle Herausforderungen der Branche

Das Beratungsgeschäft ändert sich grundlegend. Die alten Time & Material-Modelle (Verrechnung der Stundensätze) funktionieren immer weniger. Das zeigt auch der Financial-Times-Artikel „Consultants head for an AI showdown — with their own clients“ vom 31.08.2026.

Der Chief Digital and Technology Officer von Bristol Myers Squibb, Greg Meyers, berichtet, sein Haus dränge externe Berater zu Festpreis- oder Erfolgsvergütungsmodellen. Eine Kundenbefragung von Source Global bewertet Spezialisten besser als Generalisten: Nur einer von drei Kunden stufte ein extern begleitetes Transformationsprojekt als vollständig erfolgreich ein, und die Big-Four-Beratungshäuser (Deloitte, PwC, EY und KPMG) schnitten schlechter ab als IT-Spezialisten. Der Anteil der Kunden, die die Big Four im kommenden Jahr stärker nutzen wollen, fiel von 80% auf 55%.

Und der Markt wächst: Source Global erwartet für 2026 Ausgaben für Technologieberatung von rund 420 Mrd. USD, +8% gegenüber 2025, davon 140 Mrd. USD Beratung zu neuer Technologie und 236 Mrd. USD Implementierung (Quelle: Financial Times, 31.08.2026).

Gleichzeitig steigt der Druck zur Kostensenkung und zu Effizienzgewinnen. So will die SAP SE die Kosten externer Implementierung um bis zu 50% senken. SAP-Finanzchef Dominik Asam erwartet eine massive Verdrängung von Teilen der Beratung. Capgemini-Chef Aiman Ezzat hält die 50% für ambitioniert, beschreibt Preisdeflation in der IT-Beratung aber als Dauerzustand, den die Branche früher immer wieder durch Industrialisierung und Offshoring aufgefangen habe (Quelle: Financial Times, 31.08.2026).

Auf der anderen Seite hält British American Tobacco externe Berater im eigenen KI-Sparprogramm für wichtiger als zuvor, Volkswagen holte Boston Consulting Group und McKinsey für sein Sparprogramm, und Illumina-Chef Jacob Thaysen verortet die Zukunft der Beratung in der Beratung der Führungsebene statt in der Implementierung (Quelle: Financial Times, 31.08.2026).

Bemerkenswert ist, wie deutlich das inzwischen auch aus der Branche selbst kommt. Iris Grewe, Präsidentin des Bundesverbands Deutscher Unternehmensberatungen (BDU) und Deutschlandchefin von BearingPoint, sagte bei der Vorstellung der Jahreszahlen, es reiche nicht mehr, Zeit gegen Geld anzubieten. Beratungen müssten sich entscheiden, ob sie Transformationsagenten sein wollten oder Transformationsopfer (Quelle: Handelsblatt, „Nur 0,5 Prozent plus — Krise erreicht die Consulting-Branche“, 27.03.2026).

> **Fazit:** Wir sehen also, dass die Geschäftsmodelle der IT-Beratungshäuser vor einer tiefgreifenden Transformation stehen. Erfolgreich sind nicht mehr Häuser, die teure Stundensätze verkaufen und ihre Marge über Offshoring (z.B. Entwicklung in Indien) erzielen, sondern spezialisierte Beratungshäuser, die Festpreis- und Erfolgsmodelle anbieten, über Branchen- und Domain-Know-how verfügen, Projekte erfolgreich umsetzen und die Marge im Festpreisgeschäft durch den KI-Einsatz hebeln, indem sie in der Umsetzung schneller und günstiger werden.

3.5 Wer sind die möglichen Gewinner

Nun, wenn sich die IT-Beratungsbranche in einem Transformationsprozess befindet, muss es am Ende Verlierer und Gewinner geben.

Die weitverbreitete These, Unternehmen mit großen Offshore-Teams (z.B. in Indien) gehörten automatisch zu den Verlierern, da KI einen Großteil der günstigen Offshore-Programmierer ersetzen wird, teilen wir nicht. Nicht der Standort (Onshore vs. Offshore) entscheidet, ob KI der Freund oder der Feind ist, sondern der Vertrag und einige weitere Faktoren, die weiter unten in diesem Kapitel aufgeführt werden. Ein erfahrener

Entwickler in Indien nutzt dieselben Werkzeuge wie ein erfahrener Entwickler in München. Den Unterschied macht nicht sein Standort, sondern die Frage, wer die eingesparten Stunden bezahlt bekommt, und das regelt der Vertrag.

Wenn also weder der Standort noch das KI-Etikett entscheiden, was dann? Novind Research geht davon aus, dass sich künftige Gewinner an vier Eigenschaften erkennen lassen.

- Das Erlösmodell: Wer Effizienzgewinne über Festpreis, Ergebnisvergütung, Nutzungsgebühren, eigene Software oder Plattformen abschöpft, verwandelt Produktivität in Marge. Wer nach Stunden abrechnet, tut es nicht.
- Zugangsbarrieren: Wer in regulierte oder unternehmenskritische Bereiche liefert wie Behörden, Verteidigung, Banken, Gesundheitswesen, sicherheitszertifizierte Systeme, sitzt in Nachfragepools, in die ein Wettbewerber nicht über Nacht eindringt und die ein Kunde nicht ohne Weiteres selbst übernimmt.
- Domänentiefe: Wer den Kunden und seine Branche über Jahre kennt, liefert Kontext, den ein Sprachmodell nicht mitbringt. Sandeep Kalra, Chef des indischen IT-Dienstleisters Persistent Systems, bringt es auf den Punkt: „Werkzeuge allein lösen keine Geschäftsprobleme." (Quelle: Handelsblatt, 21.07.2026)
- Transformationskapazität: Wer genug Kapital hat, um umzuschulen, zuzukaufen und eigene Plattformen zu bauen, übersteht den Übergang. Accenture etwa kündigte am 18.06.2026 Zukäufe im Bereich industrielle Cybersicherheit über 4,18 Mrd. USD an und erhöhte sein Akquisitionsbudget für das Jahr von 5 auf 9 Mrd. USD (Quelle: Reuters, 18.06.2026). Diese Summen kann nicht jeder aufbringen.

Wir haben 16 börsennotierte IT-Beratungen bewertet, dazu sieben weitere Häuser als Kontrollgruppe, die nur der Kalibrierung dienen und nicht zum Anlageuniversum gehören. Dabei haben wir uns folgende Fragen gestellt:

- Zeitverkaufsresilienz: Wie viel standardisierbare Menschenzeit verkauft ein Haus, wie stark hängt also der Umsatz am Verkauf von Stunden, die KI ersetzen kann?
- Preis- und Vertragsarchitektur: Wie gut übersetzt ein Unternehmen seine Zeit in Produkte und Ergebnisse, und wie gut ist seine Vertragsstruktur darauf ausgelegt, den Produktivitätsgewinn zu behalten?
- Ersetzbarkeit: Wie schwer ist es für einen Kunden, die Leistung selbst zu übernehmen, etwa über ein eigenes Kompetenzzentrum im On- oder Offshore?
- Nachfrage: Wie ist die Nachfragestruktur der adressierten Branchen und Länder?
- Transformationskapazität: Reichen Kapital und Organisation für den eigenen Umbau und die Ausrichtung auf KI?

Nach unserer Recherche und Analyse sind wir zu dem Schluss gekommen, dass Reply S.p.A. aus Italien zu den Gewinnern des Transformationsprozesses zählen dürfte. Im nächsten Kapitel stellen wir das Beratungshaus vor.

4 Vorstellung Reply S.p.A.

4.1 Unternehmensprofil, Zahlen, Regionen

Das Unternehmen Reply wurde im Juni 1996 gegründet. Der damalige Unternehmenszweck war, auf die rasche Verbreitung des Internets und die entstehende „Digital Economy“ zu reagieren. Nach eigener Darstellung wollte Reply Beratung, Kommunikation und technologische Umsetzung von digitalen Geschäftsmodellen verbinden.

Mario Rizzante, zuvor unter anderem im IT- und Systemintegrationsumfeld tätig, gründete Reply mit weiteren Partnern als Netzwerkorganisation. Das Modell sah von Beginn an vor, Leistungen nicht nur in einer großen zentralen Beratungsgesellschaft zu bündeln, sondern über fokussierte Tochterunternehmen zu erbringen. Dadurch sollten Spezialisierung und Agilität kleiner Einheiten mit der Skalierung und Marktpräsenz einer Gruppe kombiniert werden.

Im Juli 2000 wurde das Unternehmen durch Beschluss der außerordentlichen Gesellschafterversammlung in eine Aktiengesellschaft (società per azioni) mit der heutigen Firma Reply S.p.A. umgewandelt (Quelle: IPO-Dokument, 2000). Die Gesellschaft hat ihren rechtlichen und administrativen Sitz in Turin, Italien (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026).

Im Jahr 2000 ist Reply an die Börse gegangen. Die Börsennotierung war der erste große institutionelle Entwicklungsschritt. Nach dem offiziellen Geschäftsbericht erfolgte die Zulassung zum damals von Borsa Italiana betriebenen Nuovo Mercato (dem italienischen Pendant zum deutschen Neuen Markt) am 6. November 2000. Der Börsengang finanzierte die Wachstums- und Internationalisierungsstrategie. Im Jahr 2000 lag der Gruppenumsatz bei umgerechnet rund 33,3 Mio. EUR; die Mitarbeiterzahl betrug 396.

Unter Mario Rizzantes Führung begann die Gruppe laut offiziellem Governance-Bericht ihre internationale Entwicklung mit Expansionen in Europa, Amerika und Brasilien. In technologischer Hinsicht verlagerte sich der Schwerpunkt im Zeitverlauf von „E-Business“ und Internetprojekten auf die jeweils nachfolgenden Plattform- und Transformationswellen, darunter Cloud, Daten, IoT, Industrie 4.0 und später KI.

Die offizielle Unternehmensdarstellung nennt als zentrale Wachstumskennzahlen: von 5,9 Mio. EUR Umsatz und 73 Beschäftigten im Jahr 1997 auf 1,484 Mrd. EUR Umsatz und 10.579 Beschäftigte Ende 2021. Diese Zahlen illustrieren den langfristigen Ausbau vom italienischen Internet-/Systemintegrationsanbieter zu einer internationalen Technologieberatungsgruppe.

Was seither geschah, lässt sich an drei Kennzahlen ablesen:

- Die Zahl der Mitarbeiter stieg von 73 (1997) über 396 (2000) und 3.725 (2012) auf 16.624 (2025) und 17.297 zum 30.06.2026.
- Die Zahl der Gesellschaften, die zum Mutterkonzern gehören, wuchs von 10 (2000) über mehr als 40 (2013) auf rund 250 (Ende 2025) und rund 290 zum 30.07.2026, nach etwa 40 Neugründungen seit Jahresbeginn.
- Der Umsatz stieg von 5,89 Mio. EUR (1997) über 33,3 Mio. EUR (2000) und 494,8 Mio. EUR (2012) auf 2.483,6 Mio. EUR (2025).

Das sind 26 Jahre ungebrochen starken Wachstums.

Umsatzaufteilung

Den Umsatz unterteilt Reply nach drei Regionen:

- Region 1 (Italien, USA, Brasilien, Rumänien, Indien, China/Nanjing)
- Region 2 (Deutschland, Schweiz, Österreich, Kroatien, Polen, China/Peking)
- Region 3 (Großbritannien, Frankreich, Belgien, Niederlande, Luxemburg, Marokko)

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Umsatzaufteilung nach Vertragsart und Region für die Jahre 2024 und 2025.

Region (Länder)	Time & Material 2024	Festpreis 2024	Time & Material 2025	Festpreis 2025
Region 1	17,9%	82,1%	17,7%	**82,3%**
Region 2	54,6%	45,4%	54,6%	45,4%
Region 3	64,0%	36,0%	51,9%	**48,1%**

Quelle: Annual Report 2025, Tabelle erstellt mit KI.

Im Earnings Call vom 30.07.2026 gibt Reply an, dass die Festpreisquote gruppenweit ca. 70% beträgt.

Umsatz der Regionen (in Tsd. EUR):

Region	Umsatz 2023	Anteil 2023	Umsatz 2024	Anteil 2024	Umsatz 2025	Anteil 2025	Datenquelle
Region 1	1.341.098	62,1%	1.482.980	62,6%	1.594.075	62,4%	Annual Report 2025
Region 2	428.559	19,9%	469.702	19,8%	473.602	18,5%	Annual Report 2025
Region 3	388.674	18,0%	416.875	17,6%	486.635	19,1%	Annual Report 2025
IoT Incubator	50	0,0%	—	—	—	—	Annual Report 2024
Intersegment	(40.398)	—	(69.037)	—	(70.683)	—	Annual Report 2025
Konzern gesamt	**2.117.983**	**100,0%**	**2.300.519**	**100,0%**	**2.483.629**	**100,0%**	**—**

Quelle: Annual Report 2025, Tabelle erstellt mit KI.

EBIT-Marge

Die operative Rentabilität (EBITDA, EBIT und Margen) der Regionen zeigt für die Jahre 2023 bis 2025 folgende Entwicklung (in Tsd. EUR):

Region / Kennzahl	Geschäftsjahr 2023	Marge 2023	Geschäftsjahr 2024	Marge 2024	Geschäftsjahr 2025	Marge 2025	Datenquelle
Region 1 EBITDA	254.332	19,0%	294.182	19,8%	341.241	**21,4%**	Annual Report 2025
Region 2 EBITDA	57.680	13,5%	70.369	15,0%	71.948	15,2%	Annual Report 2025
Region 3 EBITDA	41.219	10,6%	46.060	11,0%	54.448	11,2%	Annual Report 2025
Konzern EBITDA Adj	**352.093**	**16,6%**	**410.611**	**17,8%**	**467.637**	**18,8%**	**—**

Quelle: Annual Report 2025, Tabelle erstellt mit KI.

Die Region 1, mit dem höchsten Anteil an Festpreisen, nämlich 82,3%, weist die höchste EBITDA-Marge aus – 21,4%.

Ein ähnliches Bild zeigt sich beim EBIT (Operating Income) und den EBIT-Margen der Regionen (in Tsd. EUR):

Region / Kennzahl	Geschäftsjahr 2023	Marge 2023	Geschäftsjahr 2024	Marge 2024	Geschäftsjahr 2025	Marge 2025	Datenquelle
Region 1 EBIT	223.378	16,7%	254.773	17,2%	303.710	**19,1%**	Annual Report 2025
Region 2 EBIT	41.383	9,7%	45.463	9,7%	53.838	11,4%	Annual Report 2025
Region 3 EBIT	29.134	7,5%	30.185	7,2%	34.142	7,0%	Annual Report 2025
Konzern EBIT	**292.745**	**13,8%**	**330.421**	**14,4%**	**391.689**	**15,8%**	—

Quelle: Annual Report 2025, Tabelle erstellt mit KI.

Länderspezifische Umsatzverteilung

Die Allokation der Umsatzerlöse mit externen Kunden nach deren Sitz zeigt folgende länderspezifische Verteilung:

- **Italien:** 49,4% (2025) / 48,4% (2024).
- **Deutschland:** 17,0% (2025) / 17,9% (2024).
- **Großbritannien** (UK): 13,0% (2025) / 11,3% (2024).
- **USA:** 8,1% (2025) / 8,4% (2024).
- **Frankreich:** 4,0% (2025) / 4,9% (2024).
- **Luxemburg:** 2,0% (2025) / 2,2% (2024).
- **Schweiz:** 1,4% (2025) / 1,5% (2024).
- **Belgien:** 1,4% (2025) / 1,4% (2024).
- **Brasilien:** 0,7% (2025) / 0,7% (2024).
- **Sonstige Länder:** 3,1% (2025) / 3,4% (2024).

Kunden mit Sitz in Italien stehen also für **49,4%** des Konzernumsatzes (Quelle: Annual Report 2025, Note 37).

An diesen Zahlen erkennt man, dass es sich immer noch um ein europäisches IT-Beratungshaus handelt und der Geschäftsanteil außerhalb Europas noch vergleichsweise gering ist. Es gibt jedoch weitreichende Entwicklungen auf dem US-Markt. Im Juli 2026 erfolgte die Übernahme einer US-Verteidigungs-IT-Beratungsboutique mit einem annualisierten Umsatzvolumen von rund 100 Mio. EUR, deren Konsolidierung ab Q3 2026 erwartet wird und schätzungsweise bis zu 2% zum Gesamtumsatz 2026 beitragen soll (Quelle: Intermonte, 31.07.2026). Daraus ist abzuleiten, dass Reply den Einstieg in den stark regulierten US-Verteidigungsmarkt anstrebt.

In Deutschland stabilisierte sich die Ertragsdynamik im ersten Halbjahr 2026 spürbar nach einer Restrukturierungsphase im Jahr 2025, welche durch Neugründungen und Aufspaltungen von Konzerngesellschaften geprägt war (Quelle: Earnings-Call-Transkript Q1 2026, 15.05.2026).

Großbritannien blieb der stärkste Wachstumsmotor, gestützt durch Großaufträge im Verteidigungs- und Behördensektor (Quelle: Quirin, 03.08.2026). Aufgrund der Ertragslage der britischen Solirius Ltd. stiegen die erwarteten Earn-Out-Verpflichtungen im zweiten Quartal 2026, was zu einer Fair-Value-Abschreibung in Region 3 führte und das dortige EBIT im ersten Halbjahr 2026 temporär ins Negative drückte (Quelle: Earnings-Call-Transkript H1 2026, 30.07.2026).

Frankreich erholte sich allmählich und näherte sich im ersten Halbjahr 2026 der operativen EBITDA-Gewinnschwelle (Break-Even) (Quelle: Earnings-Call-Transkript H1 2026, 30.07.2026).

Produktivität

Der Umsatz je Mitarbeiter stieg von 143.126 EUR (2023) über 146.546 EUR (2024) auf 149.399 EUR (2025) (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026); für das erste Halbjahr 2026 berichtet das Management einen stabilen Wert und begründet ihn mit Automatisierung und multi-agentenbasierter Entwicklung (Quelle: Earnings-Call-Transkript H1 2026, 30.07.2026). Die Personalkosten je Mitarbeiter lagen im ersten Quartal 2026 annualisiert bei rund 85.000 EUR, +3,5% (Quelle: Earnings-Call-Transkript Q1 2026, 15.05.2026).

Im Peer-Vergleich liegt Reply damit weit vorn, vor Wettbewerbern wie Netcompany (127.400 EUR), Sopra Steria (110.200 EUR), Accenture (77.100 EUR), Capgemini (53.100 EUR) und Cognizant (51.700 EUR). Das sind beeindruckende Werte. Man muss jedoch bedenken, dass diese Kennzahl den Umsatz je Mitarbeiter misst, nicht die Profitabilität: Ein Haus mit hohem Offshore-Anteil hat einen niedrigeren Umsatz je Kopf und möglicherweise dieselbe Marge. Eine Auslastungsquote wird in den von uns ausgewerteten Quellen nicht berichtet.

Kundenkonzentration

2025 überschritt kein einzelner Kunde 10% des Konzernumsatzes (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026); die zehn größten Kunden standen für rund 27% (Quellen: Quirin, 03.08.2026; Intermonte, 31.07.2026), die zwanzig größten Kunden im ersten Halbjahr 2026 für rund 40% (Quelle: Earnings-Call-Transkript H1 2026, 30.07.2026).

Kundensegmente

2025 entfielen 30,0% des Umsatzes auf Financial Institutions, 30,9% auf Automotive/Manufacturing/Logistics/Retail, 17,4% auf Telco & Media, 13,1% auf Healthcare & Government und 8,6% auf Energy & Utilities (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026).

Im ersten Halbjahr 2026 weisen die Kundensegmente folgende Wachstumsdynamik aus:

Segment	Umsatz H1 2026	Anteil	Wachstum YoY
Financial Services	384 Mio. EUR	29,3%	+6,9%
Telco & High Tech	199 Mio. EUR	15,2%	+15,7%
Automotive & Manufacturing	195 Mio. EUR	14,9%	+0,3%
Health, Government, Defense	194 Mio. EUR	14,8%	**+22,7%**
Retail & CPG	149 Mio. EUR	11,3%	+4,6%
Energy & Utilities	116 Mio. EUR	8,8%	+10,9%
Logistics & Transportation	39 Mio. EUR	3,0%	−7,3%
Media	36 Mio. EUR	2,8%	+3,8%

Quelle: Investorenpräsentation Q2 2026, 30.07.2026. Tabelle erstellt mit KI.

4.2 Geschäftsmodell, Businesssegmente

Reply operiert nicht als integrierter Konzern, sondern als dezentrales Netzwerk rechtlich eigenständiger, hochspezialisierter Tochtergesellschaften unter einer Dachmarke. Beispiele sind Syskoplan Reply für SAP-Implementierung, Logistics Reply für Lagersteuerung, Storm Reply für AWS-Infrastruktur und weitere (Quelle:

Annual Report 2025, 12.03.2026). Es ist also ein Netzwerk aus stark fokussierten Spezialisten-Firmen. Es ist zugleich einer der größten Unterschiede zum Wettbewerb, der meistens zentralisiert agiert, mit allen organisatorischen Bereichen unter einem Dach.

Die Geschäftsbereiche setzen sich wie folgt zusammen (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026):

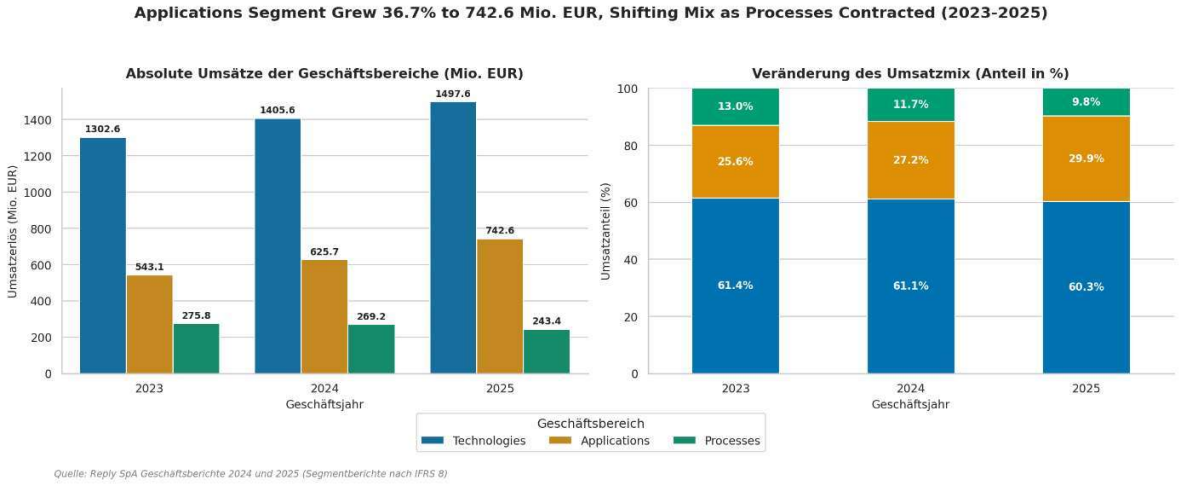
- Technologies (Infrastruktur, Multi-Cloud, IoT, Big Data, Cybersecurity) stand 2025 für **60,3%** des Umsatzes. Dieser Bereich optimiert den Einsatz innovativer Technologien.
- Applications (Anwendungssoftware, ERP-Systeme, eigene Plattformen) steht für **29,9%** des Umsatzes. Dieser Bereich umfasst den Entwurf, die Implementierung und die kontinuierliche Wartung von Anwendungssoftware und ERP-Systemen, die auf die Kernprozesse der Kunden abgestimmt sind.
- Processes (Prozess- und Branchenberatung) steht für **9,8%**. Dieser Bereich verbindet Branchen- und Prozessberatung mit der technologischen Umsetzung, um Effizienzsteigerungen und neue operative Abläufe bei den Kunden zu etablieren.

Die genannten Bereiche weisen eine unterschiedliche Wachstumsdynamik aus.

Kompetenzlinie	Umsatz 2025	Wachstum 2025	Q1 2026	Q2 2026 (standalone)	H1 2026 (Anteil)
Technologies	1.497,6 Mio. EUR	**+6,6%**	+5,2%	+8,5%	782 Mio. EUR (59,6%)
Applications	742,6 Mio. EUR	**+18,7%**	+12,3%	+11,9%	415 Mio. EUR (31,6%)
Processes	243,4 Mio. EUR	**−9,6%**	−6,4%	−0,1%	115 Mio. EUR (8,8%)

Quelle: Annual Report 2025. Tabelle erstellt mit KI.

Das stärkste Wachstum verzeichnet der Bereich Applications, gefolgt von einem moderaten Wachstum im Bereich Technologies, während der Bereich Processes schrumpft.



Wachstum der einzelnen Geschäftsbereiche, Graphik erstellt mit KI

Diese Zahlen bestätigen unsere Investmentthese: Die klassische Beratung schrumpft, die anwendungsnahe Umsetzung wächst zweistellig. Reply selbst nennt als Treiber des Applications-Wachstums die Verschiebung der Kundennachfrage zu operativer KI-Integration und ausdrücklich den hohen Anteil wertschöpfungsabhängiger Verträge bei gleichzeitiger Vermeidung von Standard-IT-Arbeiten (Quelle: Report on Operations 2025, 12.03.2026).

Das überdurchschnittliche Umsatzwachstum des Segments Applications ist laut den Geschäftsberichten und Analystenkonferenzen auf folgende Faktoren zurückzuführen:

- Verschiebung der Kundennachfrage hin zu operativer KI-Integration: Unternehmen fragen zunehmend Anwendungen nach, die nicht mehr nur bestehende Prozesse optimieren, sondern völlig neue Arbeitsweisen, Geschäftsmodelle und Produktkategorien auf Basis künstlicher Intelligenz ermöglichen (Quelle: Report on Operations 2024, 31.12.2024 / Report on Operations 2025, 12.03.2026). KI wird hierbei direkt als strukturelles Designelement in die Anwendungsarchitektur integriert.
- Investitionen in moderne Digital-Experience- und E-Commerce-Plattformen: Kunden investieren verstärkt in modulare digitale Erfahrungsplattformen (Digital Experience Platforms – DXP) sowie in sogenannte „Headless"-Architekturen, um das digitale Kundenerlebnis direkt mit einer effizienten Auftragsabwicklung und Logistik zu koppeln (Quelle: Digital Services, August 2026). Ein starker Treiber ist zudem die Partnerschaft mit Adobe im Bereich Marketing-Automation und Digital Asset Management.
- Fokus auf wertschöpfende und erfolgsorientierte Verträge (Outcome-based): Durch die gezielte Vermeidung einfacher Standard-IT-Arbeiten („Commodity Works") und einen hohen Anteil an wertschöpfungsabhängigen Verträgen schützt sich das Segment vor Margenkompression und profitiert direkt von der technologischen Disruption (Quelle: Report on Operations 2025, 12.03.2026).
- Akquisition und Integration von Spezialanbietern: Die Wachstumsdynamik wird durch den gezielten Zukauf und die Internationalisierung spezialisierter IT-Boutiquen (unter anderem in Großbritannien und den USA für Salesforce- und E-Commerce-Integration) gestützt (Quelle: Common Management Report, 05.06.2013).

Auch SAP-Beratung gehört bei Reply zum Segment Applications. Das Beratungshaus verfügt über ein hochspezialisiertes Netzwerk an Tochtergesellschaften, die sich explizit auf SAP-Lösungen konzentrieren. Bereits im Jahr 2004 wurde mit Cape Reply S.r.l. eine eigene Gesellschaft für SAP-Technologien gegründet. Heute umfasst dieses Netzwerk unter anderem Syskoplan Reply (Spezialist für SAP-Implementierung, Consulting und Managed Services), Sprint Reply (Geschäftsprozess-Transformation mit SAP Signavio), 4brands Reply (Prozessberatung für die Konsumgüterindustrie) und Portaltech Reply (Spezialist für SAP Commerce Cloud).

Eigenentwickelte Produkte

Neben der Implementierung von Drittanbieter-Software verfügt Reply über ein breites Portfolio eigener, cloudnativer Plattformen und KI-Frameworks, die als „Software-as-a-Service" (SaaS) oder in modularen Strukturen betrieben werden (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026):

- LEA Reply für Logistiksteuerung, eine modulare Plattform für die Steuerung und Orchestrierung von Logistik- und Supply-Chain-Execution-Prozessen (2025 um den Multi-Agenten-Assistenten GaliLEA erweitert)
- Brick Reply als Fertigungssteuerungssystem, eine modulare „as a Service"-Plattform für die Fertigungsindustrie (MES/MOM-System) zur Steuerung und Überwachung von Produktionsprozessen
- Axulus Reply als Industrial-IoT-Framework (Internet of Things), ein cloudbasiertes IoT-Framework für die Steuerung, Modellierung und Standardisierung von Industrial-IoT-Workflows in komplexen Werksumgebungen
- Discovery Reply für digitales Asset-Management, eine Plattform zur zentralen Verwaltung des gesamten Lebenszyklus digitaler Assets (DAM) wie Bilder, Videos, Audio, 3D-Modelle und Textdokumente

- Neurons Reply, eine Plattform, die als Orchestrierungs- und Governance-Ebene für sämtliche KI-Modelle innerhalb von Kundenunternehmen dient, um regulatorisch konforme KI-Agenten zu konfigurieren und zu integrieren
- Silicon Reply, ein automatisiertes Software-Entwicklungssystem, das aus einem Verbund von über 60 autonomen, spezialisierten KI-Agenten besteht, die Phasen des Software-Lebenszyklus (SDLC) wie Anforderungsanalyse, Codierung, automatisiertes Testing und Deployment eigenständig abwickeln
- Symbiosis, ein für die Veröffentlichung als Open Source im Zeitraum Sommer bis September 2026 geplantes Framework, das komplementär zur „Silicon Shoring"-Methodik für Business-Consulting- und Fachteams entwickelt wurde, um KI-Ziele („intent and evaluation") zu definieren und messbar zu machen
- Reply Model Factory, ein im Jahr 2026 eingeführtes Konzept („Modell-Fabrik"), das Kunden beim Training und Aufbau eigener kleiner Sprachmodelle (Small Language Models - SLMs) auf Basis proprietärer Unternehmensdaten unterstützt, um Lizenzkosten und Datenschutzrisiken zu reduzieren
- X-RAIS Reply, eine KI-Lösung zur Unterstützung radiologischer Diagnoseprozesse durch Deep Learning in der medizinischen Bilderkennung
- TamTamy Reply, ein digitales Ökosystem für Unternehmenserlebnisse und Content-Verteilung, das über KI-Agenten zur automatisierten Erstellung dynamischer Mini-Websites verfügt.

Technologiepartnerschaften

Reply kooperiert mit den führenden globalen Software- und Cloud-Anbietern. Der Zertifizierungsstatus und die Auszeichnungen stellen sich wie folgt dar:

- Microsoft: Globale Partnerschaft
- Amazon Web Services (AWS): AWS Premier Tier Service Partner seit über neun aufeinanderfolgenden Jahren
- Google Cloud: Google Cloud Premier Partner und offizieller Google Cloud Managed Service Provider (MSP) über die Tochtergesellschaften Go Reply und Machine Learning Reply
- Oracle: Oracle Cloud Service Provider und Managed Service Provider
- Salesforce: Certified Salesforce Consulting Partner in Europa und den USA
- SAP: SAP Gold Partner, SAP Alliance Service Partner, SAP Value Added Reseller (VAR) und SAP Global Application Development Partner
- Adobe: Adobe Platinum Partner
- Mistral AI: Strategische Partnerschaft seit März 2026 zur Entwicklung souveräner und anpassbarer europäischer LLM-Lösungen („Mistral Forge") für stark regulierte Sektoren wie Verteidigung, öffentliche Verwaltung, Finanzen und Gesundheitswesen
- OpenAI: Ernennung der Reply-Tochtergesellschaft Cognita Reply zum „OpenAI Advanced Partner" im OpenAI Partner Network im Juli 2026 zur Förderung von KI-Integrationen in Unternehmen

4.3 Das Management

Das Board of Directors (Consiglio di Amministrazione) der Reply S.p.A. besteht aus 10 Mitgliedern (Quelle: Governance Report 2025, 12.03.2026). Das operative Führungsteam umfasst die folgenden fünf geschäftsführenden Direktoren (Executive Directors) (Quelle: Report on Operations 2025, 12.03.2026):

- Mario Rizzante (Chairman und Chief Executive Officer)
- Tatiana Rizzante (Chief Executive Officer)
- Filippo Rizzante (Executive Director)
- Marco Cusinato (Executive Director und Chief Financial Officer)
- Elena Maria Previtera (Executive Director)

Interessant finden wir, dass alle fünf Spitzenführungskräfte Computer-Ingenieurwesen und Informatik studiert haben. Auch von der Ausbildung her ist das Management fachkundig.

Vergütung

Die Vergütungspolitik 2023 bis 2026 besteht aus Festgehalt, kurzfristiger variabler Vergütung auf Basis des konsolidierten EBITDA und einem vierjährigen Langfristplan, gewichtet mit

- EBIT 58%,
- Total Shareholder Return 26%,
- operativem Cashflow 8%
- und einem ESG-Ziel 8%, ausgezahlt zum 30.09.2027.

Es gibt eine Clawback-Klausel über drei Jahre, keine Abfindungsansprüche und keine aktien- oder optionsbasierten Anreize (Quelle: Remuneration Report 2025, 12.03.2026). Die Kombination aus EBIT, Total Shareholder Return und Cashflow ist anspruchsvoller als ein reiner Umsatzbonus.

Schwach ist jedoch, dass keine Zielgröße die Kapitaleffizienz misst. Bei einem Haus, das 80% seiner Gewinne einbehält und reinvestiert, wäre genau das der Maßstab.

Individualisierte Organvergütung für das Geschäftsjahr 2025 (in Tsd. EUR):

Name / Organfunktion	Fixe Vergütung (Mutter)	Fixe Vergütung (Töchter)	Variable Vergütung (ST)	Sonstige Bezüge / Ausschüsse	Gesamtbezüge 2025
Mario Rizzante (Chairman/CEO)	540	310	700	—	**1.550**
Tatiana Rizzante (CEO)	305	428	700	—	**1.433**
Filippo Rizzante (Director)	176	414	600	—	**1.190**
Marco Cusinato (Director/CFO)	235	352	600	—	**1.187**
Elena M. Previtera (Director)	483	—	600	—	**1.083**

Quelle: Annual Report 2025. Tabelle erstellt mit KI

Man sieht bereits an den Nachnamen der Management-Ebene, dass es sich bei Reply um ein familiengeführtes Unternehmen handelt, dazu mehr im Kapitel 4.4. Eine gründergeführte Gesellschaft (Skin in the Game) mit 26 Jahren Börsenhistorie und unverändertem Führungspersonal denkt in anderen Zeiträumen als ein quartalsgetriebener Konzern. Das ist eine Stärke.

4.4 Eigentümerstruktur

Das Grundkapital von 4.863.485,64 EUR ist in 37.411.428 Stammaktien zu je 0,13 EUR Nennwert eingeteilt; andere Aktiengattungen bestehen nicht (Quellen: Governance Report 2025; Note 29, Annual Report 2025, 12.03.2026).

Entscheidend ist nicht die Zahl der Aktien, sondern die Zahl der Stimmen.

Stimmrechtsstruktur zum 12.03.2026:

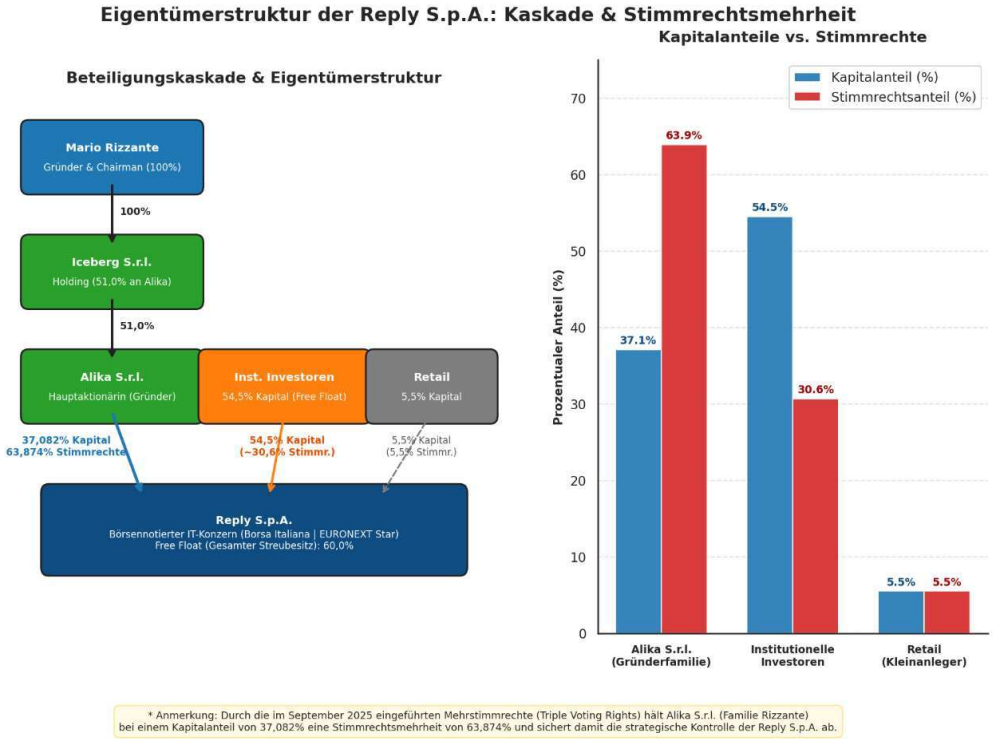
Aktiengruppe	Anzahl Aktien	Kapitalanteil	Stimmen je Aktie	Stimmrechtsanteil
Gewöhnliche Aktien	22.599.315	60,407%	1	34,142%
Eigene Aktien (Stimmrecht ausgesetzt)	133.192	0,356%	0	0,000%
Aktien mit doppeltem Stimmrecht	939.373	2,511%	2	2,838%
Aktien mit dreifachem Stimmrecht	13.872.740	37,082%	3	**62,874%**
Gesamt	**37.411.428**	**100,000%**	**—**	**100,000%**

Quelle: Governance Report 2025, 12.03.2026, erstellt mit KI.

Die Mechanik heißt Loyalty Shares, ein im italienischen Recht zulässiges Instrument, das langfristige Aktionäre mit zusätzlichen Stimmen belohnt. Seit 2017 gibt es das doppelte Stimmrecht nach 24 Monaten Haltedauer; die Hauptversammlung vom 17.09.2024 erweiterte das System auf bis zu 10 Stimmen je Aktie, mit einer zusätzlichen Stimme für jedes weitere Haltejahr (Quelle: Governance Report 2025, 12.03.2026).

Mario Rizzante kontrolliert 100% der Holding Iceberg S.r.l., diese hält 51% an der Alika S.r.l., und Alika hält 37,082% des Kapitals der Reply S.p.A. (Quellen: Report on Operations 2025; Note 29, Annual Report 2025, 12.03.2026). **Über das dreifache Stimmrecht ergibt das 62,966% der Stimmrechte** zum 12.03.2026 (31.12.2025: 63,874%). Am 23.09.2025 unterzeichneten die Familienmitglieder eine Paktvereinbarung nach Art. 122 TUF mit drei Jahren Laufzeit, automatischer Verlängerung und sechs Monaten Kündigungsfrist. Weiterer meldepflichtiger Aktionär ist der Small Cap World Fund Inc. mit 3,090% des Kapitals; der **Streubesitz** beträgt 60,0% (Quelle: Report on Operations 2025, 12.03.2026 | Beleggrad A).

Graphisch dargestellt sieht die Beteiligungsstruktur wie folgt aus:



Eigentümerstruktur der Reply S.p.A., erstellt mit KI

Wir haben bei Reply den klassischen „Skin in the Game“-Fall der Familie Rizzante. Wir bei Novind Research schätzen solche Unternehmen, da sie erfahrungsgemäß langfristig und nachhaltig wirtschaften.

Das bedeutet auch:

- Übernahmefantasie/-gefahr: Sie existiert praktisch nicht. Bei knapp 63% der Stimmen in einer Hand ist eine Übernahme gegen den Willen der Familie ausgeschlossen.
- Minderheitenschutz: Formal intakt. Der Vorsitz des Kontrollorgans kommt aus der Minderheitsliste, vier von zehn Direktoren sind unabhängig, es gibt eine Clawback-Klausel, und der Prüfer meldete keine Beanstandungen. Ein Präzedenzfall zur Vorsicht existiert dennoch: Im Spruchverfahren zur früheren Reply Deutschland AG erhöhte ein deutsches Gericht 2019 die Barabfindung um 1,81 EUR je Aktie. Das erste Angebot an die Minderheit wurde also vom Gericht als zu niedrig bewertet. Erwähnenswert, aber kein K.-o.-Grund: Related-Party-Transaktionen zulasten der Minderheit oder Verurteilungen wegen Tunneling sind nicht dokumentiert.
- Nachfolge: Die eigentliche offene Frage. Mario Rizzante ist seit 2000 Chairman und begann seine Laufbahn in den 1970er Jahren; die Familienstruktur ist über den Pakt bis mindestens September 2028 gebunden. Ein dokumentierter Nachfolgeplan findet sich nicht. Da jedoch beide Kinder des Gründers, Tatiana Rizzante (CEO) und Filippo Rizzante (Executive Director / CTO), im Unternehmen in Führungspositionen tätig sind, sehen wir bei Novind Research die Nachfolge als weitgehend gesichert.

5 Wettbewerb

Reply erwirtschaftete im Jahr 2025 einen Umsatz von 2.483,6 Mio. EUR. Zum Vergleich: Accenture 69.673 Mio. USD, Capgemini 22.465 Mio. EUR, Cognizant 21.108 Mio. USD, Sopra Steria 5.648 Mio. EUR, EPAM 5.457 Mio. USD, Globant 2.455 Mio. USD. Reply liegt damit in einer mittleren Kategorie: zu klein für globale Großprogramme im Zuschnitt von Accenture, zu groß und zu breit für eine Boutique.

Genau diese Kategorie hat nach einer Branchenstudie an Relevanz gewonnen. Die Information Services Group stellt in ihrer Untersuchung vom 28.05.2026 fest, dass europäische und US-amerikanische Unternehmen bei komplexen Digital-Engineering-Projekten verstärkt auf mittelständische Dienstleister setzen, weil diese Spezialisierung, Agilität, Co-Engineering und regionale Nähe bieten statt Größe (Quelle: Business Wire, 27.05.2026).

Der mit Abstand wichtigste Markt für Reply ist Italien. Der italienische Markt für ICT-Dienstleistungen (in Mio. EUR) entwickelte sich wie folgt:

Segment	2024	2025	Veränderung
Servizi ICT gesamt (enge Abgrenzung)	17.348,6	18.761,4	**+8,1%**
davon Consulenza (IT-Beratung)	976,2	1.012,4	+3,7%
davon Sviluppo e Systems Integration	3.778,2	3.930,7	+4,0%
Reply, Konzernumsatz zum Vergleich	2.300,5	2.483,6	**+8,0%**

Quellen: Anitec-Assinform/NetConsulting Cube, „Il Digitale in Italia“, Juli 2025 und Juli 2026; Reply Annual Report 2025, 12.03.2026. Veränderungsraten: Berechnung Novind Research.

Zur Einordnung im Wettbewerb nennt eine Sekundärquelle Reply gemeinsam mit Engineering, Almaviva und Dedagroup im mittleren Marktsegment, während das Großkunden- und Verwaltungsgeschäft von Accenture, IBM, Capgemini und DXC dominiert werde (Quelle: Ken Research, März 2026).

Reply ist ein partnerzentriertes Haus: Microsoft, AWS, Google Cloud, Oracle, SAP, Salesforce, Adobe, Mistral, OpenAI. Die Financial Times berichtet, dass Kunden vermehrt direkt zum Technologiepartner gehen, SharkNinja-Chef Barrocas hält die Zusammenarbeit mit Technologiepartnern und eigenen Fachbereichen für wirksamer als das Hinzuziehen eines dritten Beraters, und der Marktbeobachter Nicholas Jotischky von Source Global beschreibt einen wachsenden Wunsch, den Mittelsmann zu überspringen (Quelle: Financial Times, 31.08.2026).

Ein Partnerstatus ist keine Eintrittsbarriere, sondern eine Lizenz, die viele haben. Wenn Hyperscaler und Softwarehäuser ihre Implementierung selbst vereinfachen – genau das kündigt SAP mit dem 50-Prozent-Ziel an –, schrumpft der Zwischenraum, in dem Reply verdient.

Wir bei Novind Research sehen dies gelassen. Auch wenn die Softwarehäuser und Hyperscaler direkt für die Endkunden arbeiten und Projekte umsetzen, werden sie nur einen kleinen Teil des Implementierungsmarktes abdecken können. Wir gehen davon aus, dass keine KI das tiefe, über Jahrzehnte aufgebaute Branchen- und Industrie-Know-how abdecken wird. Aus diesem Grund vertreten wir die These, dass KI die Implementierung zwar verbessern und beschleunigen wird. Die Prozess- und Domainberatung kann sie jedoch nicht ersetzen.

Und genau hier profitiert Reply von seiner dezentralen Organisation, die deutlich agiler ist als integrierte Großstrukturen. Da Reply in der Implementierung größtenteils nach Festpreisen arbeitet und über keine

großen Offshore-Teams verfügt, ist das Unternehmen unserer Meinung nach genau für diese Art von Wandel gut aufgestellt.

Außerdem verkauft Reply nicht nur Implementierung fremder Produkte, sondern auch eigene Plattformen und Branchenlösungen. Der Vertragsmix zeigt, dass ein erheblicher Teil der Leistung als Ergebnis und nicht als Zeit verkauft wird. Ein reiner Zwischenhändler könnte 82,3% Festpreisanteil in seiner größten Region kaum durchsetzen.

6 Gehört Reply zu potenziellen Gewinnern?

Im Kapitel 3.5 haben wir Kriterien aufgelistet, die unserer Meinung nach entscheidend dafür sind, ob ein IT-Beratungshaus die Transformation schaffen kann und dadurch zu Gewinnern zählen wird. Noch einmal zur Erinnerung: Es sind folgende vier Kriterien:

- Das Erlösmodell: Wer Effizienzgewinne über Festpreis, Ergebnisvergütung, Nutzungsgebühren, eigene Software oder Plattformen abschöpft, verwandelt Produktivität in Marge. Wer nach Stunden abrechnet, reicht sie bei der nächsten Vertragsverlängerung an den Kunden weiter.
- Zugangsbarrieren: Wer in regulierte oder unternehmenskritische Bereiche liefert wie Behörden, Verteidigung, Banken, Gesundheitswesen, sicherheitszertifizierte Systeme, sitzt in Nachfragepools, in die ein Wettbewerber nicht über Nacht eindringt und die ein Kunde nicht ohne Weiteres selbst übernimmt.
- Domänentiefe: Wer den Kunden und seine Branche über Jahre kennt, liefert Kontext, den ein Sprachmodell nicht mitbringt. Sandeep Kalra, Chef des indischen IT-Dienstleisters Persistent Systems, bringt es auf den Punkt: „Werkzeuge allein lösen keine Geschäftsprobleme." (Quelle: Handelsblatt, 21.07.2026)
- Transformationskapazität: Wer genug Kapital hat, um umzuschulen, zuzukaufen und eigene Plattformen zu bauen, übersteht den Übergang. Accenture etwa kündigte am 18.06.2026 Zukäufe im Bereich industrielle Cybersicherheit über 4,18 Mrd. USD an und erhöhte sein Akquisitionsbudget für das Jahr von 5 auf 9 Mrd. USD (Quelle: Reuters, 18.06.2026). Diese Summen kann nicht jeder aufbringen.

In den nachfolgenden Kapiteln nehmen wir die Kriterien einzeln unter die Lupe.

6.1 Erlösmodell

Zur Erinnerung: Der gruppenweite Festpreisanteil im ersten Halbjahr 2026 beträgt bei Reply ca. 70%. Der Festpreis generiert in erster Linie dort Marge, wo die Leistung wiederholbar und assetnah ist. Was spricht dafür, dass es bei Reply so ist? Das Applications-Segment wuchs 2025 um 18,7%, und Reply nennt als einen Treiber ausdrücklich den Fokus auf wertschöpfungsabhängige Verträge bei gleichzeitiger Vermeidung von Standard-IT-Arbeiten (Quelle: Report on Operations 2025, 12.03.2026). Das Portfolio eigener Plattformen (LEA, Brick, Axulus, Discovery u. a.) ist sehr breit.

Leider berichtet Reply nicht, welcher Umsatzanteil auf eigene Plattformen, Managed Services oder wiederkehrende Erlöse entfällt. Dies lässt sich aus den uns vorliegenden Quellen nicht genau quantifizieren.

Wir sehen im Erlösmodell von Reply eine Stütze für unsere These, dass Reply aus der Transformation als Gewinner hervorgeht.

6.2 Zugangsbarrieren

Reply liefert in erheblichem Umfang in regulierte Bereiche: Financial Institutions 30,0% des Umsatzes 2025, Healthcare & Government 13,1%. Im ersten Halbjahr 2026 wuchs das Segment Health, Government, Defense um 22,7% auf 194 Mio. EUR (Quellen: Annual Report 2025, 12.03.2026; Investorenpräsentation Q2 2026, 30.07.2026). Der Ausbau erfolgt gezielt und lässt sich datieren: RED Scientific (August 2025), Solirius mit Schwerpunkt Verteidigung und Behörden (Oktober 2024), Cyberis (Q1 2026) und die US-Boutique für

nationale Sicherheit (14.07.2026). Das Management prüft weitere Zukäufe im Verteidigungsbereich in Deutschland (Quelle: Conference Call Q2 2026, 30.07.2026).

Hinzu kommt die behördliche Regulierung selbst. Regularien wie DORA (Digital Operational Resilience Act), NIS2 (EU-Richtlinie zur Cybersicherheit) und der AI-Act (EU-KI-Verordnung) treffen Reply als Anbieter – der Konzern hat 2025 ein eigenes AI-Act-Kartierungsprojekt aufgesetzt (Quelle: Annual Report 2025, 12.03.2026) –, erzeugen aber gleichzeitig auch Nachfrage bei den Kunden. Die Einhaltung der Regularien erfordert wiederum das Domain-Know-how.

Verteidigungsgeschäft

Der Ausbau des Verteidigungsgeschäfts ist überwiegend zugekauft, nicht organisch gewachsen. In Europa wurde die Verteidigung von der Politik zwei Jahrzehnte lang kaum beachtet. Niemand investierte in diesen Bereich, im Gegenteil: Beim Militär wurde kräftig gespart. Jetzt von einem europäischen Beratungsunternehmen zu erwarten, es habe einen organisch gewachsenen, großen, hochprofitablen Verteidigungsbereich, wäre unfair. Auch die Beratungshäuser müssen sich, genauso wie die Verteidigungspolitik, der neuen Realität stellen. Und das schnelle Wachstum kann in diesem Bereich nur über Zukäufe gehen.

Mit dem Zukauf einer US-Boutique für nationale Sicherheit (14.07.2026) und somit dem Einstieg in den US-Verteidigungsmarkt macht Reply deutlich, dass es sich im Bereich Verteidigung der NATO-Länder strategisch aufstellt. Der Name des zugekauften Unternehmens wurde von Reply nicht offiziell genannt. Das erworbene Unternehmen wird 2026 voraussichtlich 2% zum Konzernumsatz beitragen und soll die Rentabilität des Konzerns nicht verwässern. Das Management sieht zudem Synergiepotenziale mit dem britischen Verteidigungsgeschäft und grenzüberschreitenden NATO-Programmen.

> **Spekulation:** Die Drittquelle GovConWire identifiziert das Zielunternehmen als FedTec aus Reston, Virginia, mit rund 400 Mitarbeitern und etwa 100 Mio. USD Umsatz (Quelle: GovConWire). Hier ist Vorsicht geboten: Reply nannte im Call den Namen des Ziels nicht, und die Drittquellen datieren die öffentliche Bekanntmachung in den August. Es ist nicht gesichert, dass beide Angaben dasselbe rechtliche Ereignis bezeichnen.

Europäische Souveränität

Ein weiterer Baustein ist die strategische Partnerschaft mit dem französischen KI-Unternehmen Mistral seit März 2026, mit dem Ziel einer Entwicklung souveräner und anpassbarer europäischer LLM-Lösungen („Mistral Forge“) für stark regulierte Sektoren wie Verteidigung, öffentliche Verwaltung, Finanzen und Gesundheitswesen. Genannt werden Datenkontrolle, Schutz sensibler Informationen, regulatorische Compliance und Betrieb auf europäischer Infrastruktur. Als Zielsektoren nennt Reply öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Finanzdienstleistungen, Gesundheit, Telekommunikation sowie Energie und Versorgung (Quelle: Reply, Pressemitteilung 18.03.2026). Als konkretes laufendes Projekt wird ein kundenspezifisches Sprachmodell für Alt-, Neu- und Papyrusgriechisch für die Österreichische Akademie der Wissenschaften genannt.

Im Earnings Call vom 30.07.2026 erklärte das Management, selbst grundsätzlich keine Cloud-Infrastruktur aufzubauen oder zu besitzen. Für europäische souveräne Infrastruktur arbeite man unter anderem mit Scaleway und italienischen Partnern, für globale Arbeitslasten ohne besonders strenge Souveränitätsanforderungen mit AWS (Quelle: Reply Q2/H1 2026 Earnings Call, 30.07.2026). Die Sovereign-AI-Seite von Reply nennt zusätzlich OVHcloud und Outscale als europäische Infrastrukturvarianten (Quelle: Reply, Sovereign AI, Abruf 01.09.2026).

CEO Tatiana Rizzante beschreibt im selben Call eine robuste Nachfrage nicht nur nach souveräner Infrastruktur, sondern auch nach dem, was sie „kognitive Souveränität“ nennt, d. h. die Nutzung von KI bei gleichzeitigem Erhalt des geistigen Eigentums und der Wissensbestände in den Daten- und Anwendungsschichten des Kunden (Quelle: Reply Q2/H1 2026 Earnings Call, 30.07.2026).

Das ist ein anderes Geschäftsmodell als „europäische Cloud statt amerikanischer Cloud“. Reply verkauft die Schicht darüber: Modellauswahl, Integration, Governance. Das ist ein potenziell margenstarkes Geschäftsmodell und schwer austauschbares Know-how.

6.3 Domänentiefe

Für die Domänentiefe von Reply spricht seine dezentrale Organisation. Das Netzwerk mit rund 290 spezialisierten Tochtergesellschaften fördert die Domänentiefe: Nicht der Konzern kennt die Branche, sondern die einzelne Gesellschaft. Die Kundenbeziehungen sind alt und breit gestreut, kein Kunde steht für mehr als 10% des Umsatzes, die Top-20-Kunden machen rund 40% (Quellen: Annual Report 2025; Earnings-Call-Transkript H1 2026).

Besonders in den Bereichen Logistik, Telekommunikation und Banking verfügt Reply über Domänentiefe.

- Logistics Reply gibt mehr als 25 Jahre Erfahrung mit Lieferketten an und entwickelt mit LEA Reply ein eigenes Warehouse-Management-System. Das ist näher an Lagerprozessen, Beständen und Systemintegration als eine austauschbare KI-Anwendung.
- Sytel Reply beschreibt mehr als 20 Jahre Arbeit für große Telekommunikations- und Medienunternehmen und verweist ausdrücklich auf die Kenntnis ihrer Geschäftsprozesse.
- Reply beschreibt seine Arbeit für mehrere europäische Banken als langfristige digitale Transformation, von Strategie und Entwicklung bis zu Tests und Wartung digitaler Kanäle. Solche Aufgaben können Kundenwissen über Zeit aufbauen.

Ein Wettbewerber kann dieselben KI-Werkzeuge beschaffen, aber nicht über Nacht eine bereits eingeführte Lagerplattform, deren Integration in bestehende Abläufe und die Erfahrung aus ihrer Betreuung beim Kunden nachbilden.

6.4 Transformationskapazität

Wer genug Kapital hat, um umzuschulen, zuzukaufen und eigene Plattformen zu bauen, übersteht den Übergang.

Wie steht es um Reply? Nun, 402,0 Mio. EUR Nettofinanzposition zum 30.06.2026, rund 280,0 Mio. EUR Free Cashflow 2025, eine Ausschüttungsquote von nur 20,1% und ein Rückkaufrahmen von bis zu 550 Mio. EUR. Rund 40 Neugründungen im ersten Halbjahr 2026 belegen, dass das einbehaltene Kapital tatsächlich in Kapazität fließt (Quellen: Annual Report 2025; Q2 2026 Earnings Call, 30.07.2026; Intermonte, 31.07.2026).

Zum Vergleich: Accenture erhöhte am 18.06.2026 sein jährliches Akquisitionsbudget auf 9 Mrd. USD (Quelle: Reuters, 18.06.2026). Reply gab in drei Jahren zusammen rund 182 Mio. EUR für Zukäufe aus. Das ist eine andere Liga, und die Frage ist, ob das ein Nachteil ist.

Unsere Einordnung: nicht zwingend. Wer 9 Mrd. USD im Jahr investieren muss, um die eigene Größe zu verteidigen, kauft zwangsläufig auch Mittelmaß. Reply kauft klein, integriert in die bestehende Netzwerkstruktur und finanziert alles aus dem laufenden Cashflow, ohne Verschuldung. Das ist eine langsamere, aber risikoärmere Form von Transformationskapazität. Der Preis dafür ist Reichweite: Reply

wird nicht alles bis in den letzten Winkel der IT-Beratungsbranche abdecken können, was nicht unbedingt ein Nachteil ist.

Wir sehen Reply als mittelgroße IT-Beratungsgesellschaft in Bezug auf die Transformationskapazität sehr gut aufgestellt.

6.5 Fazit

Nun fassen wir dieses Kapitel noch einmal zusammen, um die Frage zu beantworten, ob Reply ein potenzieller Gewinner sein kann:

- Erlösmodell: unserer Meinung nach erfüllt Reply dieses Kriterium, da ein wesentlicher Teil des Festpreisumsatzes auf wiederholbaren, assetnahen Leistungen beruht
- Zugangsbarrieren: auch hier ist Reply ein Gewinner-Kandidat. Ein Teil des Wachstums kommt aus dem öffentlichen Sektor. Die Verstärkung im Bereich Verteidigung ist auch ein Beleg dafür. Auch die Kooperation mit Mistral, mit dem Ziel einer Entwicklung souveräner und anpassbarer europäischer LLM-Lösungen („Mistral Forge“) für stark regulierte Sektoren wie Verteidigung, öffentliche Verwaltung, Finanzen und Gesundheitswesen, belegt unsere These.
- Domänentiefe: ist vorhanden, hier ist Reply kein eindeutiger Gewinner-Kandidat. Das Netzwerkmodell spricht zwar dafür. Dass man in diesem Bereich dem Wettbewerb überlegen ist, dazu finden wir keine Belege.
- Transformationskapazität: hier ist Reply ein Gewinner-Kandidat für den graduellen Übergang, nicht für einen sprunghaften.

> Wir bei Novind glauben, dass Reply den Wandel schafft und am Ende als einer der Gewinner hervorgeht.

7 Analystenschätzungen

Mit einer Marktkapitalisierung von 4,57 Mrd. EUR ist Reply kein Small Cap. Dementsprechend wird das Unternehmen von Analystenhäusern laufend beobachtet, z.B. durch die Quirin Privatbank und die Intermonte Investmentbank. Die Analystenabdeckung wird auf der Reply-Homepage aufgeführt: https://www.reply.com/de/investors/reply-share-information

Hier sind die Links zu den letzten Berichten bzw. ihren Zusammenfassungen von Quirin und Intermonte:

- Quirin vom 03.08.2026: https://www.eqs-news.com/de/news/research/original-research-reply-spa-von-quirin-privatbank-kapitalmarktgeschaeft-buy/7e148765-d241-44d5-8989-e222380cac78_en
- Intermonte vom 31.07.2026: https://www.borsaitaliana.it/documenti/studi.htm?filename=/media/star/db/pdf/42299542.pdf

Beide Bankhäuser stufen die Reply-Aktie als „Kauf“ ein. Quirin sieht das Kursziel von Reply bei **170 EUR**, Intermonte sogar bei **195 EUR**.

Quirin sieht die Wachstumsstory von Reply intakt. Als Wachstumstreiber werden KI-Projekte, die in die produktive Nutzung übergehen, und daraus resultierende Nachfrage nach Daten-, Cloud- und Cybersecurity-Leistungen genannt. Zusätzlich habe „Silicon Shoring“ bei der Gewinnung von Konsolidierungsprojekten geholfen. Region 1 profitierte laut Bericht von der Erholung Deutschlands. Region 2 verbesserte sich nach Investitionen in die Geschäftsentwicklung. Region 3 wurde durch starke Nachfrage des britischen Staats- und Verteidigungssektors getragen. Frankreich und die USA blieben vergleichsweise schwach. Als Risiken nennt der Bericht selektives Ausgabeverhalten der Kunden sowie regionale Schwächen.

Intermonte bestätigt für Reply Buy und erhöht nach den 2Q-/1H26-Zahlen das Kursziel von 187 auf 195 EUR. Begründet wird dies mit über den Erwartungen liegenden Quartalszahlen, einer Beschleunigung des organischen Wachstums, höheren Schätzungen sowie der Akquisition eines US-Unternehmens im Bereich Federal Government & Defence. Intermonte begründet das erhöhte Kursziel unter anderem mit der Einschätzung des Managements, dass die Nachfrage nach KI-getriebenen Lösungen in Umsätze überführt werden könne. Als besonders nachgefragte neue Angebote nennt der Bericht „Reply Model Factory“ und „Silicon Shoring“.

Im Rahmen unserer Recherche haben wir folgende Analystenschätzungen finden können. Dies soll nur das Bild rund um das analysierte Unternehmen abrunden. Für die Suche wurde KI eingesetzt.

8 Risiken

Natürlich dürfen die Risiken eines Reply-Investments nicht unerwähnt bleiben. Nach unserer Einschätzung sind die größten Risiken:

- Die Region-1-Abhängigkeit: 62,4% des Umsatzes und der weit überwiegende Teil des Ergebnisses stammen aus einer Region; Kunden mit Sitz in Italien allein stehen für 49,4% des Konzernumsatzes (Quelle: Annual Report 2025, Note 37). Analystenhäuser weisen für Italien abweichend 51,5% aus (Quellen: Intermonte, 31.07.2026; Quirin, 03.08.2026).
- Laufendes Behördenverfahren: gegen die Muttergesellschaft läuft ein Ermittlungsverfahren wegen Computerbetrugs im Zusammenhang mit TIM-Mehrwertdiensten (TIM: italienischer Telekommunikationsanbieter), Beschlagnahme von 7,95 Mio. EUR bei Reply S.p.A.; nach Teilaufhebung wurde die Rückstellung auf 2,9 Mio. EUR reduziert (Quellen: Financial Statements 31.12.23, 12.03.2024; Annual Report 2025, 12.03.2026).
- Transformation in der Software-Implementierung: SAP SE gibt als Ziel aus, die Kosten externer Implementierungsberatung um bis zu 50% zu senken; SAP-Finanzchef Dominik Asam erwartet, dass KI Teile der Beratung verdrängen wird (Quelle: Financial Times, 31.08.2026). Reply ist ein SAP-Partner. Diese Transformation im Implementierungsgeschäft dürfte nicht nur SAP-Projekte, sondern auch andere Softwarelösungen betreffen, die Reply implementiert. Es handelt sich hierbei um ein Branchenrisiko, kein Reply-spezifisches Risiko.
- Zyklische Branchenabhängigkeit: Makroökonomische Unsicherheiten und handelspolitische Spannungen belasten Kunden in Kernbranchen wie der Automobil- und Fertigungsindustrie.
- GCC-Insourcing (GCC = Global Capability Centers, also der Aufbau eigener IT-Kompetenzzentren durch die Kunden). Indien zählte im Geschäftsjahr 2026 bereits 2.117 konzerneigene Kompetenzzentren mit 2,36 Mio. Beschäftigten (Quelle: Nasscom/Zinnov, Juli 2026).
- War for Talent: Das wichtigste Kapital eines Beratungshauses sind seine Mitarbeiter. Die Demografie und der Fachkräftemangel in den entwickelten Ländern sind eine Herausforderung für die Branche. Die aktuelle KI-Entwicklung und die durch sie erreichten Produktivitätssteigerungen relativieren diesen Punkt jedoch.

9 Schlusswort

Wir beleuchten in unseren Deep-Research-Berichten keine kurzfristigen Trading-Möglichkeiten. Sollte es doch mal dazu kommen, weil sich unerwartete Möglichkeiten ergeben, werden wir sofort darauf hinweisen. Reply S.p.A. sehen wir als ein langfristiges Investment an. Wir sind über die mit Novind verbundenen Unternehmen selbst investiert. Die Investition beträgt weniger als 0,5% des Portfoliowertes. Aufgrund der hohen Marktkapitalisierung von Reply (4,57 Mrd. EUR) und des geringen Anteils der Aktie an unserem Portfolio halten wir das Auslösen starker Kursbewegungen durch unsere Analysen für äußerst unwahrscheinlich.

Wir geben kein kurzfristiges Kursziel ab, dazu können Sie sich die Meinungen der Analysten ansehen (siehe Kapitel 7). Basierend auf Erkenntnissen dieses Berichts, ist die Aktie von Reply für uns ein „Kaufen"-Kandidat, wenn man langfristig (ab 5 Jahren) orientiert ist.

KI ist derzeit omnipräsent, in den Medien, Berichterstattungen, Analystenkonferenzen usw. Wir alle „Normalsterblichen" nutzen KI in unserem täglichen Leben. Der eine mehr, der andere weniger. Aber KI ist definitiv nicht wegzudenken. Sie ist gekommen, um zu bleiben.

Der aktuelle Hype um KI und ihre Infrastruktur (Stichwort Rechenzentren) ist zwar abgeflacht, ganz weg ist er noch nicht. Und rein statistisch gesehen muss es irgendwann zu einer größeren Korrektur bzw. im schlimmsten Fall zu einem Crash kommen. Gründe dafür haben wir in unserem Newsletter „Risiken hinter dem KI-Boom" aufgeführt.

Im Newsletter „Übersehene KI-Profiteure" haben wir uns die Frage gestellt, wer vom KI-Boom profitieren kann. Uns ging es dabei nicht darum, die im Mainstream bekannten Thesen zu wiederholen (KI-Firmen, Hyperscaler, Chip-Firmen). Uns ging es darum, eine Branche als potenziellen Gewinner zu ermitteln, die noch niemand oder nur sehr wenige auf dem Radar haben. Und so sind wir auf die IT-Beratungsbranche gekommen.

Diese Branche befindet sich im Umbruch. Ähnlich wie bei den SaaS-Unternehmen (Software as a Service), die ihre SaaS-pokalypse im Jahr 2026 durchlebt haben, hat es auch die IT-Beratungsbranche erwischt.

In diesem Bericht wurde ein Unternehmen der IT-Beratungsbranche vorgestellt, von dem wir bei Novind glauben, dass es langfristig überdurchschnittlich von der KI-Entwicklung profitieren dürfte.

Auch wenn es zu einer weiteren Kurskorrektur oder gar einem Crash kommen sollte, sind wir von Reply überzeugt, weil

- Bei IT-Beratungshäusern, anders als bei Hyperscalern oder Chip-Unternehmen, viele Risiken bereits in den Aktienkursen eingepreist sind, teilweise übertrieben stark
- Das Unternehmen nach unserer Einschätzung derzeit unterbewertet ist
- Das Unternehmen keine Nettoverschuldung hat
- Das Unternehmen über Jahrzehnte bewiesen hat, dass es nachhaltig wachsen und sich weiterentwickeln kann
- Das Unternehmen durch das „Skin in the Game", sprich Familienbeteiligung und -führung langfristig solide aufgestellt ist

Übernehmen Sie nicht blind unsere Argumente, machen Sie sich Ihre eigenen Gedanken und Analysen. Denn es gilt wie immer: **wir recherchieren, Sie treffen Entscheidungen.**

Wir hoffen, diese Reply-Reise hat Ihnen gefallen, und wir würden uns freuen, Sie wieder als Leser bei Novind Research begrüßen zu dürfen.

10 Disclaimer

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auch unter https://www.novind-research.com/disclaimer/.

Novind Research erstellt **Anlageempfehlungen im Sinne der Marktmissbrauchsverordnung (MAR)** und veröffentlicht diese gewerblich. Wir handeln nicht als Anlageberater im Sinne des § 32 KWG und erbringen keine auf Ihre persönlichen Verhältnisse zugeschnittene Beratung.

Die auf dieser Website veröffentlichten Analysen dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Anlageberatung und **keine auf individuelle Verhältnisse zugeschnittene Empfehlung** dar. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Erträge.

Disclaimer der Novind GmbH

Rechtliche Hinweise und Risikohinweise für den Service novind-research.com

1. Rechtliche Angaben zu den Veröffentlichungen auf novind-research.com

Über die von der Novind GmbH, Kirchenweg 4, 91341 Röttenbach, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Fürth unter der Registernummer HRB 22885, Bundesrepublik Deutschland (nachfolgend auch: „**Ersteller**“ oder „**Verbreiter**“) betriebene Webseite https://novind-research.com (nachfolgend: „**novind-research.com**“) wird ein mehrsprachiger Investment-Research-Service angeboten, der auf übersehene, unterbewertete und unkonventionelle Investmentmöglichkeiten weltweit spezialisiert ist. Die Inhalte werden in Form von Research-Reports in deutscher Sprache veröffentlicht und teilweise kostenlos sowie teilweise kostenpflichtig angeboten. Darüber hinaus behält sich der Ersteller vor, die Inhalte in Einzelfällen zusätzlich in englischer Sprache zu veröffentlichen.

Bei den auf novind-research.com veröffentlichten Inhalten handelt es sich nicht um erlaubnispflichtige Wertpapierdienstleistungen wie z.B. eine Anlagevermittlung i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 3 des Wertpapierinstitutsgesetzes („**WpIG**“), eine Anlageberatung i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpIG, eine Abschlussvermittlung i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 5 WpIG oder Platzierungsgeschäft i.S.v. § 2 Abs. 2 Nr. 8 WpIG. Die Veröffentlichungen stellen vielmehr Anlagestrategieempfehlungen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 (Marktmissbrauchsverordnung, „**MAR**“) oder Anlageempfehlungen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 35 MAR dar. Insoweit ist die Novind GmbH als Erstellerin bzw. Verbreiterin von Anlagestrategieempfehlungen und Anlageempfehlungen in die von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht geführte Liste der institutsunabhängigen Ersteller und/oder Weitergeber von Anlagestrategie- und Anlageempfehlungen i.S.d. MAR eingetragen.

Die auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte dürfen keinesfalls als individuelle Anlageberatung oder personalisierte Kaufempfehlung gewertet werden, da die Eignung eines Investments stets von den individuellen Zielen, Bedürfnissen, finanziellen Gegebenheiten, dem eigenen Risikoappetit sowie -tragfähigkeit und weiteren individuellen Faktoren abhängt. Zudem können im Einzelfall erhebliche Interessenkonflikte auf Seiten des Erstellers der Inhalte vorliegen, die seine Objektivität beeinträchtigen können (siehe im Folgenden Abschnitt „*Interessen / Interessenkonflikte*“).

Soweit Gegenstand der veröffentlichten Inhalte börslich gehandelte Wertpapiere sind und soweit nicht gesondert ausgewiesen, sind gegebenenfalls in den Inhalten genannte Preise Tagesschlusskurse des letzten Börsentages vor der jeweiligen erstmaligen Verbreitung.

2. Identität des Erstellers und Verbreiters und an der Erstellung beteiligter Personen

Ersteller und Verbreiter der auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte ist:

Novind GmbH

Kirchenweg 4

91341 Röttenbach

Deutschland

Vertreten durch: Eugen Dittrich, Geschäftsführer

Kontakt:

E-Mail: info@novind-research.com

Telefon: +49 9195 9364004

Handelsregister: Amtsgericht Fürth, HRB 22885

USt-IdNr.: DE463332666

Weitere an der Erstellung der jeweiligen Inhalte beteiligte Personen werden in der betreffenden Veröffentlichung namentlich und unter Angabe ihrer Berufsbezeichnung ausgewiesen.

3. Angaben zu Interessenkonflikten

Art. 5 der Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 legt allgemeine Bedingungen für die Offenlegung von Interessen und Interessenkonflikten für Ersteller und Verbreiter von Anlagestrategieempfehlungen und Anlageempfehlungen fest. Danach müssen

Personen, die Empfehlungen erstellen, darin alle Beziehungen und Umstände offenlegen, bei denen damit gerechnet werden kann, dass sie die Objektivität der Empfehlung beeinträchtigen, einschließlich etwaiger Interessen oder Interessenkonflikte ihrerseits oder aufseiten aller natürlichen oder juristischen Personen, die im Rahmen eines Vertrags, einschließlich eines Arbeitsvertrags, oder anderweitig für sie tätig sind und die an der Erstellung der Empfehlung beteiligt waren, an jedem Finanzinstrument oder Emittenten, die direkt oder indirekt Gegenstand der Empfehlung sind.

Vor diesem Hintergrund sind relevante Angaben zu gegebenenfalls bestehenden Interessenkonflikten auf Seiten des Erstellers und sonstigen an der Erstellung der Inhalte beteiligten Personen jeweils der betreffenden Veröffentlichung zu entnehmen.

4. Adressaten der veröffentlichten Inhalte

Die auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte stehen - soweit nicht nachfolgend ausgeschlossen – allen interessierten Lesern zur Verfügung.

Die veröffentlichten Inhalte sind nicht für U.S.-Personen oder Personen, die ihren Wohnsitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Australien oder Japan haben bestimmt und dürfen weder von diesen eingesehen noch an diese weitergegeben werden.

5. Angaben zu Informationsquellen und zum Sorgfaltsmaßstab

Die von novind-research bei der Erstellung der Inhalte genutzten Informationsquellen sind Angaben und Informationen des Emittenten, in- und ausländische Wirtschaftspresse, Informationsdienste, Nachrichtenagenturen (z.B. Reuters, Bloomberg, Infront, u. a.), Analysen und Veröffentlichungen im Internet.

Zudem wird bei der Erstellung der auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte Künstliche Intelligenz („**KI**“) systematisch als operatives Werkzeug in der Research-Wertschöpfungskette eingesetzt — unter anderem bei Datenanalyse, Texterstellung, Übersetzung und Content-Aufbereitung. Sämtliche KI-gestützten Arbeitsergebnisse werden vom Analysten inhaltlich geprüft und freigegeben. Die redaktionelle Verantwortung für alle veröffentlichten Inhalte liegt ausschließlich bei der Novind GmbH.

Sämtliche quantitativen Kernkennzahlen sowie regulatorische Primärquellen werden durch menschliche Analysten gegen die Originaldokumente der jeweiligen Emittenten oder Heimatbörsen (z. B. KASE) validiert.

Alle auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte werden nach bestem Wissen und Gewissen sowie unter Einhaltung der Grundsätze der Objektivität und Sorgfalt erstellt. Insbesondere:

- Tatsachen werden von Meinungen und Prognosen klar getrennt.
- Die zugrunde liegenden Bewertungsmethoden (z. B. Discounted-Cash-Flow-Modelle, Peer-Group-Vergleiche) werden erläutert.
- Jede Analyse trägt einen klaren Zeitstempel der Erstellung und Veröffentlichung.
- Verwendete Quellen werden nach Möglichkeit benannt.
- Kurszielbereiche und Szenarien (Bull/Base/Bear) werden, soweit anwendbar, dargestellt.

6. Risikohinweise zu Anlagemöglichkeiten

Die Novind GmbH weist nochmals ausdrücklich darauf hin, dass die auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte in keiner Weise konkrete Investitionsempfehlungen an den Leser darstellen. Soweit Leser Investitionsentscheidungen auf Grundlage der veröffentlichten Inhalte treffen möchten, empfiehlt die Novind GmbH deshalb die Inanspruchnahme einer vorherigen fachkundigen Beratung durch einen hinreichend qualifizierten Anlageberater.

Die in den auf novind-research.com veröffentlichten Inhalten besprochenen Anlagemöglichkeiten — insbesondere Aktien aus Emerging Markets, Frontier Markets, Small Caps, Sondersituationen (z. B. Liquidationen, Reverse Mergers, geopolitische Arbitrage) und Unternehmen in Osteuropa, Kaukasus und Zentralasien — können mit erheblichen Risiken verbunden sein. Dazu zählen unter anderem:

- **Marktrisiko:** Kursschwankungen können zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen.
- **Liquiditätsrisiko:** In Frontier Markets und bei Small Caps kann die Handelsliquidität stark eingeschränkt sein, was den Kauf und Verkauf zu gewünschten Preisen erschweren kann.
- **Währungsrisiko:** Investments in ausländischen Märkten unterliegen zusätzlichen Risiken durch Wechselkursschwankungen.
- **Geopolitisches Risiko:** Politische Instabilität, Sanktionen, regulatorische Änderungen und Konflikte können den Wert von Anlagen in den besprochenen Regionen erheblich beeinflussen.
- **Informationsrisiko:** Die Qualität und Verfügbarkeit von Unternehmensinformationen in Frontier Markets kann deutlich geringer sein als in entwickelten Märkten.
- **Sanktionsrisiko:** Bestimmte Unternehmen oder Märkte können internationalen Sanktionen unterliegen. Leser sind eigenverantwortlich verpflichtet, die für sie geltenden Sanktionsbestimmungen zu prüfen.

Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse. Investitionen in Wertpapiere sind grundsätzlich mit Risiken verbunden und können zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals führen.

7. Zukunftsgerichtete Aussagen

Die auf novind-research.com veröffentlichten Inhalte enthalten gegebenenfalls Aussagen und Informationen, die, soweit es sich nicht um historische Tatsachen handelt, zukunftsgerichtete Informationen darstellen können. Zukunftsgerichtete Informationen sind in der Regel durch Begriffe wie „glauben“, „erwarten“, „voraussehen“, „schätzen“, „beabsichtigen“, „planen“, „könnte“, „sollte“, „wird“, „potenziell“ und ähnliche Ausdrücke gekennzeichnet.

Darüber hinaus können zukunftsgerichtete Informationen Aussagen zu Branchendaten, Daten zu für die im Einzelfall besprochene Anlagemöglichkeit relevante Märkte, Unternehmensdaten sowie sonstigen Markt-, Wachstums- oder Prognoseannahmen umfassen,

die nicht auf historischen Tatsachen beruhen. Solche Informationen basieren auf aktuellen Erwartungen, Schätzungen, Prognosen und Annahmen des Erstellers und unterliegen bekannten und unbekannten Risiken, Unsicherheiten sowie anderen Faktoren, die dazu führen können, dass die tatsächlichen Ergebnisse, Leistungen oder Entwicklungen wesentlich von den ausdrücklich oder implizit dargestellten abweichen. Hierzu zählen unter anderem Annahmen zu Marktbedingungen, Branchentrends, regulatorischen Entwicklungen, Nachfrageentwicklung, technologischen Fortschritten sowie wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in relevanten Märkten. Leser werden ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sie sich nicht in unangemessener Weise auf derartige zukunftsgerichtete Informationen verlassen sollten, da die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von den ausdrücklich oder implizit dargestellten Ergebnissen abweichen können. Zukunftsgerichtete Informationen beinhalten naturgemäß Risiken und Unsicherheiten, von denen viele außerhalb der Kontrolle des Erstellers liegen.

Die in den auf novind-research.com veröffentlichten Inhalten enthaltenen zukunftsgerichteten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, und die Novind GmbH übernimmt keine Verpflichtung, diese Informationen öffentlich zu aktualisieren oder zu revidieren, sei es aufgrund der Verfügbarkeit neuer Informationen, zukünftiger Ereignisse oder aus anderen Gründen, es sei denn, dies ist nach geltendem Recht erforderlich.