

**10.06.2016**

## Der GBC-Insiderindikator & Insideraktie der Woche

### Kommentar KW 23

Unternehmen: adesso AG<sup>7,11</sup>

ISIN: DE000A0Z23Q5

Anlass der Studie: Insiderkauf durch Aufsichtsratsmitglied

Analyst: Lukas Spang, Felix Gode, CFA

Schlusskurs: 27,34 € (09.06.2016; XETRA-Schlusskurs)

*\*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 5*

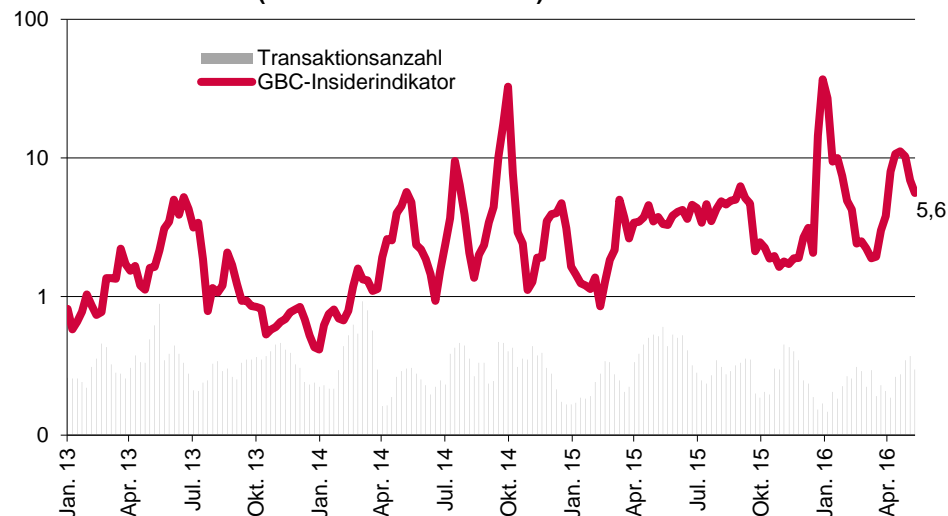
### **Insideraktivität nimmt vor der HV-Saison zu, Künftig müssen auch Entry Standard-Unternehmen Insidertrades melden**

Bei den deutschen Vorständen, Aufsichtsräten und Managern überwiegt weiterhin die positive Stimmung. Gemessen an den getätigten Directors' Dealing, also den gemeldeten Insidertransaktionen, bewegen sich die Verkäufe auf einem unverändert niedrigen Niveau, während sich die Kauftransaktionen solide entwickelt hatten. Dementsprechend positiv fällt mit 5,6 Punkten der Wert des GBC-Insiderindikators aus, welcher derzeit deutlich oberhalb der langjährigen Durchschnittswerte liegt.

Es ist auffällig, dass die Insideraktivität insbesondere in den letzten Wochen, also während der Q1-Berichtssaison sowie vor den anstehenden Hauptversammlungen, deutlich zugelegt hat. Auch in den vergangenen Jahren wurden in den Monaten Mai und Juni besonders viele Insidertrades gemeldet. Angesichts stetig steigender Dividenden (Dividendenzahlung bei DAX-Unternehmen wird in 2016 durchschnittlich um 7,1 % höher liegen als in 2015) ist dieses Verhalten gut nachzuvollziehen.

Info in eigener Sache: Ab Juli 2016 tritt EU-weit die MAR (Market Abuse Regulation) in Kraft. Gemäß dieser neuen Regelung müssen künftig auch Unternehmen des Entry Standard Directors' Dealings melden. Dadurch erhöht sich die Basis für unsere Auswertungen der Insidertrades und künftig werden wir damit auch im Freiverkehr notierte Unternehmen näher analysieren können.

### **GBC-Insiderindikator (4-Wochen-Durchschnitt)**



Quelle: insiderdaten.de; GBC AG

**Insider-Aktie der Woche (KW 23): adesso AG (WKN A0Z23Q) -  
Schlusskurs am 09.06.2016: 27,34 €**

Datum	Name Insider	Stellung	Art	Anzahl	Kurs in €	Volumen in €
07.06.2016	Dr. Friedrich Wöbking	Aufsichtsrat	K	200	27,10	5.420

Die adesso AG mit Sitz in Dortmund ist ein IT-Dienstleistungsunternehmen mit den Schwerpunkten Beratung sowie Softwareentwicklung und erzielt hierbei den Großteil der Umsatzerlöse in den Bereichen Versicherungen (23%), Banken/Fonds/Finanzdienstleister (13%) sowie Gesundheitswesen/Krankenkassen (13%), die damit rund die Hälfte des Umsatzes des Unternehmens darstellen. Hierbei hat sich die Gesellschaft auf die fachliche Beratung sowie die entsprechende Umsetzung spezialisiert. Ergänzt wird das Leistungsspektrum durch die elektronische Unterstützung übergreifender Geschäftsprozesse mittels geeigneter Softwaresysteme und Lösungen.

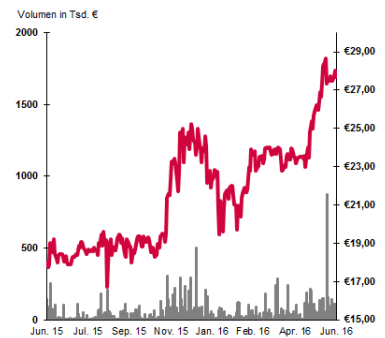
Das vergangene Geschäftsjahr 2015 hat das Unternehmen sowohl umsatz-, als auch ergebnisseitig, mit neuen Höchstwerten abgeschlossen. Während der Umsatz um 25,2% auf 196,45 Mio. € anstieg, konnte das operative Ergebnis (EBITDA) mit einem Zuwachs von 46,1 % auf 14,28 Mio. € deutlich stärker verbessert werden. Im Zuge dessen hat sich die EBITDA-Marge von 6,2 % im Vorjahr auf 7,3 % erhöht.

Für das zweistellige Umsatzwachstum war insbesondere ein starkes organisches Wachstum um 17 % verantwortlich, unter anderem bedingt durch den Aufbau des neuen Geschäftsbereiches Automotive, der im ersten Jahr bereits rund 10 Mio. € beisteuerte. Darüber hinaus war auch ein starkes Wachstum im Kernmarkt Deutschland und entsprechende Zuwächse bei der adesso Insurance Solution zu verzeichnen. Hierbei kommt dem Unternehmen die zunehmende Investitionsbereitschaft von Unternehmen in die Digitalisierung von Geschäftsprozessen sowie die Modernisierung der IT-Systeme zu Gute. Ergänzt wurde das Wachstum durch die Übernahme der Born AG in der Schweiz, die im zweiten Halbjahr knapp 13 Mio. € zum Umsatz beigetragen hat und das adesso-Portfolio insbesondere im Raum Bern durch eine starke Kundenbasis im Behördenbereich hervorragend ergänzt, sodass die adesso Schweiz dort nun eine führende Rolle als IT-Dienstleister einnimmt.

Ergebnisseitig führten um 24,3 % höheren Lizenzumsätze, verbesserte Tagessätze sowie eine höhere Auslastung der Berater zu der überproportionalen Verbesserung. Zudem hat die Born AG in der zweiten Jahreshälfte mit ca. 1,3 Mio. € zum Ergebnis beigetragen. Zu betonen ist hierbei, dass die Gesellschaft mit rund 10% höhere EBITDA-Margen erzielt, als die adesso AG, die bereinigt um den Ergebnisbeitrag der Born eine Marge von 7,1% erzielte. Langfristig strebt das Unternehmen eine Marge zwischen 9 und 11 % an. Bedingt durch höhere Abschreibungen auf übernommene Vermögenswerte (PPA) sowie der Abschreibung auf den Auftragsbestand i.H.v. 1,2 Mio. € stieg das Ergebnis je Aktie mit 38,8 % auf 0,82 € nicht ganz so stark wie das EBITDA.

Mit Blick auf die finanzielle Entwicklung konnte insbesondere der operative Cashflow um 82,4 % auf 16,88 Mio. € verbessert werden, sodass der um Akquisitionen bereinigte Free Cashflow mit 12,17 Mio. € deutlich über dem Vorjahreswert von 3,89 Mio. € lag. Diese erfreuliche Entwicklung führte dazu, dass adesso trotz der Übernahme der Born AG, welche die Liquidität der Gesellschaft mit ca. 16,64 Mio. € belastete, als auch durch die Aufstockung der Anteile an der PSLife GmbH von 50 % auf 100 % für rund 5,30 Mio. €, auch weiterhin über eine Nettoliquidität in Höhe von 6,4 Mio. € (VJ 18,0) verfügt. Ebenso konnte die Eigenkapitalquote von 35,4 % zum 31.12.2015 (31.12.2014: 46,1 %) auf einem guten Niveau gehalten werden.

**adesso AG**



Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die Gesellschaft mit einer Fortsetzung der erfreulichen Geschäftsentwicklung. Hierzu sollen neben der ganzjährigen Konsolidierung der Born AG, dem Wachstum der Softwarelösung FirstSpirit in den USA sowie der Einführung der neuen Versicherungssoftware InSure für private Krankenversicherungen Mitte des Jahres, positiv zu Umsatz und Ergebnis beitragen. Für 2017 plant das Unternehmen die InSure-Lösung auch auf den Bereich der Sach- und Kfz-Versicherungen auszuweiten. Darüber hinaus sollte sich der operative Turnaround der Tochtergesellschaften in Österreich und der Türkei positiv auf das Ergebnis auswirken, sodass sich das EBITDA erneut überproportional verbessern sollte. Das Ergebnis je Aktie sollte dagegen aufgrund einer niedrigeren Steuerquote durch den geringeren Verlust der Landesgesellschaften sowie die Aufstockung der verbleibenden 49 % der Anteile an der ARITHNEA GmbH, die 2015 mit 0,32 Mio. € mehr als die Hälfte des Minderheitsergebnisses i.H.v. 0,58 Mio. € ausgemacht hat, positiv beeinflusst werden.

Zusätzlich wird sich in diesem Jahr die zuletzt bekannt gegebene Übernahme der Smarthouse Media GmbH positiv auswirken, die das Bankenportfolio der adesso AG entsprechend stärken und ab Mai 2016 in den Konzernabschluss einbezogen wird. Im vergangenen Jahr hat das Unternehmen Umsatzerlöse von rund 16 Mio. € sowie eine EBITDA-Marge von über 20 % erzielt und ist damit deutlich profitabler als der adesso-Konzern. Dies zeigt sich auch im Kaufpreis von 24 Mio. €, der mit ca. 20 Mio. € nahezu vollständig zu 1,0 % fremdfinanziert wird und damit auf der Eigenkapitalseite für keinerlei Verwässerungen führt. Im Zuge dessen hat die Gesellschaft auch ihre Gesamtjahresprognose auf nunmehr 231 - 243 Mio. € (bisher: 220 - 232) beim Umsatz sowie auf 17,0 - 19,5 Mio. € (bisher: 14,5 - 17,0) für das EBITDA erhöht. Der Effekt auf das EBIT sowie das Ergebnis je Aktie wird allerdings aufgrund der Abschreibungseffekte erst 2017 positiv ausfallen.

Dass jedoch bereits aus heutiger Sicht das Erreichen der oberen Prognosespanne zu erwarten ist, zeigt sich mit Blick auf die Zahlen des ersten Quartals 2016. Während sich der Umsatz durch die Vollkonsolidierung der Born AG sowie einem organischen Wachstum von 18 % um 33,3 % auf 56,07 Mio. € erhöhte, konnte das EBITDA auf 3,77 Mio. € (Q1 2015: 1,51) mehr als verdoppelt werden. Zurückzuführen ist diese starke Entwicklung insbesondere auf eine weiterhin gute Auslastung, höhere Lizenzerlöse mit FirstSpirit sowie erzielten Effizienzsteigerungen. Auch das um über 50 % erhöhte Umsatzniveau im Bereich Hosting- und Cloudlösungen hat zu dieser positiven Entwicklung beigetragen.

Aufgrund dieser Entwicklung, sowie der weiterhin sehr aussichtsreichen Perspektiven hinsichtlich des weiteren Wachstums, als auch des bestehenden Margenpotenzials durch Verbesserungen bei einzelnen Tochtergesellschaften, insbesondere in Österreich, der Türkei sowie den USA sowie auch der Einführung der neuen Versicherungssoftware InSure beurteilen wir die aktuelle fundamentale Bewertung der Aktie weiterhin als attraktiv. Unterstützt wird dies durch eine Eigenkapitalrendite von zuletzt 12 % sowie einen Return on Capital Employed im deutlich zweistelligen Prozentbereich, der neben dem erwarteten Wachstum eine höhere Bewertung rechtfertigt.

---

In obiger Analyse ist folgender möglicher Interessenskonflikt gemäß Katalog gegeben: 7,11

\*Ein Katalog möglicher Interessenskonflikte finden Sie unter:  
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

Hinweis zum GBC Insiderindikator: Wissenschaftliche Untersuchungen und Studien für den deutschen Kapitalmarkt deuten darauf hin, dass Insidertransaktionen wichtige Informationen für den Kapitalmarkt übermitteln. So untermauern empirische Beobachtungen die Vermutung einer Indikatorwirkung von Directors' Dealings für die Geschäftsentwicklung des betreffenden Unternehmens. Zudem lassen sich solche Aktivitäten tendenziell auch als

Indikator für die zukünftige Gesamtentwicklung heranziehen, da Informationsträgern von Unternehmen häufig ein antizyklisches Handeln bescheinigt wird.

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### § 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### § 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

### § 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (7,11)**

### § 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- b) Es erfolgte im Nachgang des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@gbc-ag.de).

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**  
**Lukas Spang, Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail:  
[compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)