

Basisstudie

Analyst

Daniel Großjohann
+49 69 71 91 838-42
daniel.grossjohann@bankm.de

Bewertungsergebnis

KAUFEN

Aufnahme der Coverage

Fairer Wert

€ 20,35

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

Big Data-Erfolge treiben NorCom-Bewertung

Die NorCom Information Technology AG gehört zu den Profiteuren des Big Data-Booms, der die Industrie zunehmend erfasst. Im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern im Big Data (BD)/Business Intelligence (BI)-Sektor vereint NorCom das Know-how moderner BD-Technologien (Hadoop) und Speichertechnologien mit Branchenexpertise. Vom im März 2016 vermeldeten Projekt mit Audi kann eine Signalwirkung ausgehen. Wie kaum eine zweite Industrie steht der klassische Automobilsektor vor großen Herausforderungen, die auch durch neue Wettbewerber (Google, Tesla) in den Markt getragen werden – massive IT-Investitionen (gerade in BD) sind notwendig, um die jahrelang sicher geglaubte Technologieführerschaft zu verteidigen. Mit einem EV/Umsatz von 1,26 ist NorCom etwas teurer als die nationalen Software/IT-Peers. Im Vergleich zu internationalen BD/BI-Unternehmen und auf Basis der DCF-Bewertung ist das Unternehmen jedoch klar unterbewertet.

- Die 2015er Zahlen unterstreichen die Rückkehr auf den profitablen Wachstumspfad. Während der Umsatz auf € 16,2 Mio. (+10%) anstieg, verzeichnete das EBIT einen Anstieg auf € 1,1 Mio. (+153%). Auch 2016 steht organisches Wachstum im Fokus.
- Der weltweite Big Data-Markt ist ein Milliardenmarkt, dem Marktbeobachter auch mittelfristig Wachstumsraten von über 20% p.a. zutrauen. Innerhalb dieses Marktes zielt NorCom, gemeinsam mit starken Partnern wie **Hewlett Packard Enterprise (HPE)**, auf die Nische hochanspruchsvoller Großprojekte (im Automotive-Sektor). Die jüngst vermeldete **BD-Projekt-Referenz AUDI** dürfte den Zugang zu anderen (deutschen) Herstellern erleichtern, die vor ähnlichen Herausforderungen stehen. Gelingt es neben eigenem Beratungs-Know-how wie geplant in 2016 auch **eigene Softwarelösungen** zu verkaufen, so hat dies sehr positive Margeneffekte.
- Bewertung:** Im Rahmen der Peer-Bewertung (Zielkurs: € 20,05) haben wir NorCom sowohl mit nationalen IT/Software-Unternehmen, als auch mit internationalen Big Data-Unternehmen (Hadoop) verglichen. NorCom ist trotz des zwischenzeitlich starken Kursanstieges der letzten Monate nicht zu teuer – eine Einschätzung die sich auch durch die DCF-Analyse (Fairer Wert: € 20,64) bestätigt.

Ergebniskennzahlen

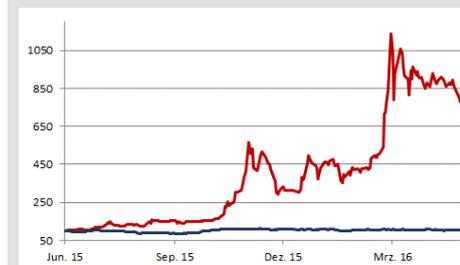
Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBITDA-Marge	Netto-Marge
2013	18,2	-3,5	-3,8	-3,8	-3,9	-1,96	0,00	-19,0%	-21,6%
2014	14,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,21	0,00	3,4%	3,0%
2015	16,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,55	0,00	7,2%	6,8%
2016e	19,2	1,5	1,4	1,4	1,3	0,67	0,00	7,8%	6,9%
2017e	22,0	2,2	2,1	2,1	1,9	0,97	0,00	10,0%	8,8%
2018e	25,0	2,8	2,7	2,7	2,5	1,25	0,00	11,2%	10,0%

Quelle: Unternehmensangaben, BankM-Research (e)

Branche	Software / IT
WKN	A12UP3
ISIN	DE000A12UP37
Bloomberg/Reuters	NC5A:GR / NC5Ak
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Halbjahresbericht 2016	29.08.2016
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2016e	2017e	2018e
EV/Umsatz	1,26	1,10	0,97
EV/EBITDA	16,09	11,04	8,60
EV/EBIT	16,90	11,48	8,89
P/E bereinigt	19,51	13,40	10,41
Preis/Buchwert	8,62	5,25	3,49
Preis/FCF	18,51	12,84	10,03
ROE (in %)	0,57	0,49	0,40
Dividendenrendite (in %)	0,00	0,00	0,00

Anzahl ausst. Aktien (in Mio.)	1,997
Marktkap. / EV (in € Mio.)	26,0 / 24,2
Free float (in %)	63,5
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in T€)	250
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	22,5 / 1,65
Kurs 17.06.2016 (in €; XETRA-Schluss)	13,01
Performance	1M 6M 12M
absolut (in %)	-4 74 688
relativ (in %)	-3 78 632
Vergleichsindex	DAXsubsector Software



Norcom IT AG (XETRA; rot) im Vergleich mit DAXsubsector Software (blau)
Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der biw AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Willich.

Inhalt

INVESTMENT CASE	3
UNTERNEHMENSPROFIL	4
Kurzprofil	4
Management und Aufsichtsrat	4
Historie	5
Aktionärsstruktur	6
Geschäftsmodell und Strategie	7
MARKTUMFELD	9
Allgemeine Marktdaten	9
Datenanalyse-Technologien	10
ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE	15
Gewinn- und Verlustrechnung	15
Bilanzstruktur	15
BEWERTUNG	15
DCF-Modell	17
Sensitivitätsanalysen (Hauptszenario)	18
Peer-Group-Vergleich	18
Bewertungsfazit	20
SWOT-Analyse	21
TABELLENANHANG	22
RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)	25

Investment Case

NorCom hat in den Jahren 2012/2013 eine Strategieänderung vorgenommen und sich von Randaktivitäten/Beteiligungen getrennt. Dieser Prozess war u.a. mit massiven Abschreibungen und einem Kostensenkungsprogramm verbunden. Die neue Asset Based Consulting-Strategie mit Ausrichtung auf die Zukunftsthemen Big Infrastructure/BD hatte operativ 2014 ihren Durchbruch. Die 2015er Zahlen belegen, dass es NorCom gelang auf dieser gesunden Basis aufsetzend das eigene Wachstum wieder voranzutreiben. Der Big-Data-Umsatzanteil dürfte 2015 bei rd. 20% gelegen haben und mittelfristig stark steigen - in 2016 ist erneut eine Umsatzverdopplung in diesem Segment geplant. Bedingt durch die eigene Positionierung (modernste BD-Technologie + Expertise in Automotive-Industrie) und die aktuelle Umsatzbasis, dürfte es NorCom im Bereich Big Data gelingen, in den kommenden Jahren schneller zu wachsen als der Gesamtmarkt, der mit durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten jenseits der 20% ebenfalls sehr dynamisch ist.

Die Partnerschaft mit **Hewlett Packard Enterprise (HPE)** ist einerseits Indikator für die hohe technologische Kompetenz der NorCom und ein weiteres Zeichen dafür, welchen strategischen Stellenwert die Branchenschwergewichte dieser Technologie beimessen. Andererseits ist der Name HPE für NorCom (gerade international) ein wichtiger Türöffner, der eigene Beraterkapazitäten beisteuern kann und auch gemeinsame Projekte akquirieren wird. Die Partnerschaft zu HPE ist nicht exklusiv, NorCom stünde es somit frei, auch weitere (Vertriebs-) Partnerschaften für das eigene BD-Geschäft einzugehen.

Daten werden im Zuge des BD-Booms vielfach als das neue Öl bezeichnet. Tatsächlich zwingen und zwingen disruptive Geschäftsansätze, die sich neueste BD-Technologie und Digitalisierung zu Nutzen machen, in jüngster Zeit immer wieder etablierte Unternehmen dazu, massiv in IT/BD zu investieren. Oft muss auch das eigene Geschäftsmodell umgestellt werden, um eigene Marktanteile zu verteidigen. Nach z.B. der Entwicklung im Einzelhandel (Konkurrenz durch eCommerce) steht nun auch die Automobilindustrie vor disruptiven Umbrüchen. So hat beispielsweise das Zukunftsthema „autonomes Fahren“, welches effiziente (Test-)Datennutzung und die Verarbeitung enormer Datenvolumina erforderlich macht, neue Wettbewerber (wie z.B. Google) auf den Plan gerufen. NorComs Geschäftsansatz zielt vor allem auf anspruchsvolle Großprojekte (mit Automobilherstellern) ab, die sowohl Daten- als auch Technologieexpertise erfordern. Hierdurch grenzt sich NorCom gegen die zahllosen Big Data-Wettbewerber ab, die Standardsoftware (etwa für wiederkehrende, häufige Thematiken im Controlling etc.) vertreiben. Die Projekte der NorCom sind dementsprechend mit hohem Beratereinsatz verbunden, da die Lösung auf den Kunden und dessen Daten zugeschnitten wird.

Unternehmensausblick 2016: Im Geschäftsjahr 2016 möchte NorCom die eigenen **Big Data-Umsätze (Consulting) erneut verdoppeln** und erste Lizenzen für Big Data-Produkte verkaufen.

Big Data (BD) ist der Wachstumstreiber – NorCom gut positioniert

HPE: Ein für NorCom wichtiger Partner in vielerlei Hinsicht

Disruptive Veränderungen in der Automobilindustrie – NorCom zielt auf anspruchsvolle Großprojekte mit etablierten Automobilherstellern

Unternehmensprofil

IT-Unternehmen mit ausgeprägter Big Data-Expertise

Kurzprofil

Die 1989 gegründete NorCom Information Technology AG mit Hauptsitz in München ist ein IT-Unternehmen, zu dessen Kunden in erster Linie Großunternehmen und große Behörden zählen. Die besondere Expertise liegt auf den Themengebieten Big Data und Big Infrastructure, hier nutzt die Gesellschaft einen Asset Based Consulting-Ansatz. NorCom verknüpft Technologie-Know-how mit speziellem Branchen-Know-how, etwa im Automotive-Sektor. In diesem relativ jungen Themen-Bereich „Big Data“ sollen 2016 auch erste Lizenz- bzw. Subscriptionumsätze erzielt werden. Zum 31.12.2015 beschäftigte der NorCom-Konzern 77 Mitarbeiter (Vorjahr: 74).

Erfahrenes Management

Management und Aufsichtsrat

Der Vorstand der NorCom Information Technology AG besteht aus dem Gründer Viggo Nordbakk und Dr. Tobias Abthoff. Herr Nordbakk, der die strategische Ausrichtung verantwortet, gehört dem Vorstand seit dem Börsengang im Jahre 1999 an und ist (über die Nordbakk Invest GmbH) Hauptanteilseigner. Dr. Abthoff, der bereits 1996 zu NorCom wechselte, gehört dem Vorstand seit 2007 an. Er verantwortet das Business Development sowie als CTO auch die technologische Ausrichtung.

Der Aufsichtsrat besteht aus drei Mitgliedern und wird geführt von Liliana Nordbakk, die als Managing Consultant der Motke Capital LLC (San Jose, Kalifornien) für NorCom auch ein wichtiger Zugang zu neuen Trends im Silicon Valley ist. Frau Nordbakk ist mit 5,17% direkt an der NorCom AG beteiligt. Stellvertretender Aufsichtsratsvorsitzender ist Dr. Rainer Mauer, geschäftsführender Gesellschafter der EQUITYplus GmbH. Der Hochschul-Professor und Medienproduzent Prof. Martin Traub, gehört dem Aufsichtsrat als einfaches Mitglied an. Alle drei Aufsichtsräte gehören darüber hinaus keinen weiteren Aufsichtsräten oder vergleichbaren Kontrollgremien an.

Historie

Durch die nun über 25jährige Unternehmenshistorie der NorCom IT AG ziehen sich zwei rote Fäden: „**Innovationen**“ und „**Großkundenprojekte**“. Letztere waren bereits in der Vergangenheit oftmals mit der Beherrschung großer (teils unstrukturierter) Datenmengen verbunden.

Abbildung 01: Unternehmenshistorie

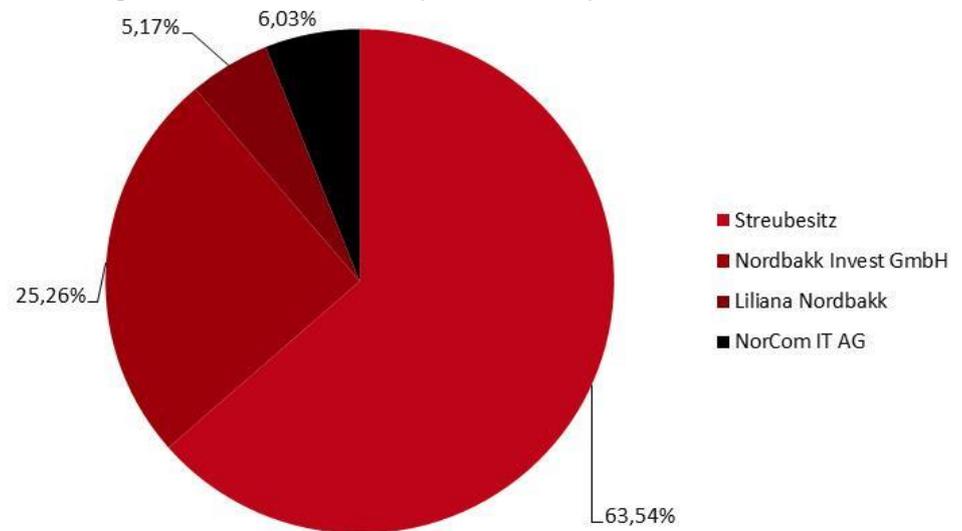
Zeit	Ereignis
1989	Unternehmensgründung, erster Großkunde ist die Dresdner Bank
Die 1990er	<p>Innovation: NorCom unterstützt Großbanken bei der Einführung von Client Server Technologien</p> <ul style="list-style-type: none"> * TCP/IP (Internetprotokoll) * NorCom Produkt: DAP (Distributed Application Plattform) * Windows NT 4.0 (Massen-Roll-out)
1999	IPO der NorCom AG
Die 2000er	<p>Innovation: Produktlinie "NorCom Global Security" (für Banken)</p> <ul style="list-style-type: none"> * Einführung zentraler Verzeichnisse "LDAP" <p>Eintritt Öffentliche Verwaltung/Behörden</p> <ul style="list-style-type: none"> * Einführung Hartz IV-Applikationen (gemeinsam mit T-Systems) * Aufbau des europaweit größten BI-Systems für die BA * Betrieb des BA Rechenzentrums (seit 2005) <p>Innovation: Produkt "NCPower" (Tapeless Production im Broadcast-Umfeld) für namhafte Fernsehstationen (RTL Gruppe, Pro Sieben Group, VGTRK, Deutschland Radio,..)</p>
Die 2010er	<p>Innovation: Secure Enterprise Communication (Entwicklung des Big Data Betriebssystems NDOS)</p> <ul style="list-style-type: none"> * Sichere Video-Verwaltung für die AUDI AG * Digital Signage (AUDI AG) <p>Innovation: Big Data/Document based Collaboration (Entwicklung EAGLE)</p> <ul style="list-style-type: none"> * Projekt mit AUDI AG * Partnerschaft mit HPE <p>Innovation: Big Data based Measurement Data Management (Entwicklung DaSense)</p> <ul style="list-style-type: none"> * Autonomes Fahren * PowerTrain

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

Aktionärsstruktur

Größter Einzelaktionär der NorCom AG ist – über die Nordbakk Invest GmbH – der Gründer und Vorstandsvorsitzende Viggo Nordbakk, mit einem Anteil von über 25%. Weitere meldepflichtige Positionen sind die Anteile an eigenen Aktien der Gesellschaft (6,03%) und die Anteile der Aufsichtsratsvorsitzenden Liliana Nordbakk (5,17%). Der Streubesitzanteil liegt dementsprechend bei knapp 63,5%.

Abbildung 02: Aktionärsstruktur (Stand 4/2016)



Quelle: Unternehmensangaben (GB 2015), BankM

Geschäftsmodell und Strategie

Als kleines IT-Consulting/Software-Unternehmen hat NorCom sich auf die Zukunftsthemen „**Big Data**“ und „**Big Infrastructure**“ ausgerichtet. Dementsprechend zählen vor allem Großkonzerne/große Behörden zum Kundenkreis der NorCom. Eine gewisse Alleinstellung gegenüber den (oftmals größeren) Wettbewerbern erzielt das Unternehmen durch die Kombination von technischem und branchenspezifischem Know-how, sowie dem eigenen Asset Based Consulting-Ansatz.

Unter einem **Asset Based Consulting**-Ansatz ist zu verstehen, dass NorComs Beratungsleistungen zu großen Teilen auf einem eigenentwickelten Softwarekern und -Applikationen basieren. Im Rahmen von konkreten Kunden-Projekten entstehen neue Applikationen bzw. werden bestehende Applikationen weiterentwickelt - gemäß den kundenindividuellen Anforderungen. Diese Arbeit wird durch den Kunden vergütet, hierdurch kann NorCom kostenintensive Eigenentwicklungen vermeiden und die eigenen Softwareassets (Applikationen, Tools) mit jedem BI-Projekt weiter veredeln.

Die Softwarelösungen aus dem Big Data-Bereich sollen künftig auch im Rahmen von **Produktlizenzen** verkauft werden. Auf Grund der hohen Spezialisierung werden auch künftig die Verkäufe mit Beratungsleistungen verbunden sein, NorCom erzielt dann aber auch im Projekt jährliche Erlöse aus der installierten Softwarebasis/Subscription und hat bessere Skalierungsmöglichkeiten. Um die Lizenz- bzw. Abonnementverkäufe zu befördern hat NorCom mit der DaSense GmbH und der EAGLE GmbH in 2016 zwei eigenständige Gesellschaften gegründet, die die Verwertung übernehmen sollen. Während **EAGLE**, als Lösung für eine dokumentenzentrierte Kollaboration, einem generalistischen Ansatz folgt (Beherrschung großer Datenmengen), ist **DaSense** speziell auf die Automobilindustrie zugeschnitten.

Die **Partnerschaft mit Hewlett Packard Enterprise (HPE)** ist von hoher strategischer Bedeutung – in vielfacher Hinsicht. So ist der Name HPE gerade international ein „Türöffner“, die Reichweite von HPE stärkt den Vertrieb von Produktlizenzen deutlich und schließlich sind auch die Consultants der HPE ein wichtiges Instrument zur Skalierung, um mehrere komplexe Projekte in der Automobilindustrie parallel vorantreiben zu können.

Um den unternehmensweiten Wissenstransfer, bezogen auf fach- und technologiespezifisches Know-how („Competence“), aber auch praktisches Anwendungswissen („Applied“) fortlaufend aktuell zu halten und Wissen zu diversifizieren hat NorCom ein **Applied Competence Cluster** geschaffen.

Exkurs: Automobilindustrie/DaSense

Die Automobilindustrie ist für die Entwicklung der Big Data-Umsätze der NorCom von überragender Bedeutung. Erste Erfolge (wie die Vermeldung eines Hadoop-Projektes mit AUDI), deuten das große Potenzial, das NorCom adressieren kann, an. Nachfolgend betrachten wir drei Automotive-Subthemen, in denen DaSense zum Einsatz kommen kann, genauer.

Zukunftsthema Big Data im Fokus

(Software) Asset Based Consulting-Ansatz ...

... und Beginn der Produktisierung

Skalierungsmöglichkeit auch durch Partnerschaft mit HPE

Applied Competence Cluster (ACC) stärkt Innovationskraft

Automobilindustrie – anstehende Umbrüche erfordern modernste BD-Technologie

Autonomes Fahren

Highly Assisted Driving (HAD) ist eine disruptive Technologie, die die Automobilindustrie von unerwarteter Seite (IT-Konzerne) herausfordert. Da das selbstfahrende Fahrzeug seine Umwelt „verstehen“ muss (Stichwort: „**Deep Learning**“), um optimale Entscheidungen zu treffen, muss eine sehr große Anzahl an Messdaten in Echtzeit ausgewertet werden. Mit der eigenentwickelten Lösung **DaSense** stellt NorCom eine leistungsfähige Infrastruktur bereit, die eine Vielzahl unterschiedlicher Datenformate in Echtzeit verarbeiten und analysieren kann, diese Resultate können an das Fahrzeug zurückgespielt werden. Häufig wiederkehrende Analysen können automatisch erzeugt werden.

Powertrain Management

Mit **Powertrain** ist der Verbund aller Fahrzeugkomponenten gemeint, die dafür sorgen, dass sich das Fahrzeug bewegt (Motor, Getriebe, Achsen etc.). Einzig eine ganzheitliche Betrachtung kann dafür sorgen, dass Entwicklungsziele im vorgegebenen Rahmen (z.B. Emissionsgesetzgebung) erreicht werden können. Steigende Komplexitäten (z.B. Straßenfahrt als Maßstab) sorgen für einen extremen Anstieg an erhobenen Messdaten. **DaSense** ist als Branchenlösung in der Lage die Prüfstands- und Straßenfahrtendaten zusammenzuführen und vergleichbar zu machen – für alle Systemgruppen im Powertrain.

Messdatenmanagement

DaSense ist auch für den Einsatz bei der Aufschlüsselung und Transformation von hochproprietären Formaten in Big Data-fähige Formate geeignet. Um dies im Automotive-Segment darstellen zu können, ist NorCom vor einiger Zeit der von Daimler, BMW und der AUDI AG gegründeten **openMDM-Arbeitsgruppe** beigetreten, diese basiert auf dem branchenweit anerkannten **ASAM ODS Standard** und widmet sich dem **Messdatenmanagement**. Neben einer automatischen Fehlersuche, bietet die DaSense-Lösung bspw. Entwicklungsingenieuren auch die Möglichkeit zu individuell definierten Analysen und Abfragen. Auch bei ähnlich gelagerten Problemen – gerade sofern diese den ASAM ODS-Datenstandard nutzen (Zulieferer, Motorenhersteller) – könnte DaSense zum Einsatz kommen.

Exkurs: EAGLE

Die dokumentenzentrierte Kollaboration gewinnt durch die Flut an Dokumenten (gerade bei Großunternehmen) branchenübergreifend immer stärker an Bedeutung. Die NorCom-Lösung **EAGLE** ermöglicht unternehmensweite Integration, Zusammenarbeit mit externen Partnern und indiziert Informationen (Analyseergebnisse, wie auch Dokumente) in Echtzeit. Die Lösung weist eine **hohe Skalierbarkeit** auf (über 100.000 Nutzer und Daten im Petabyte-Bereich sind möglich). **Schnelle Suchen** von beliebigen Endgeräten sind möglich, während die **Datensicherheit** durch Verschlüsselungsmechanismen gewährleistet wird.

Marktumfeld

Allgemeine Marktdaten

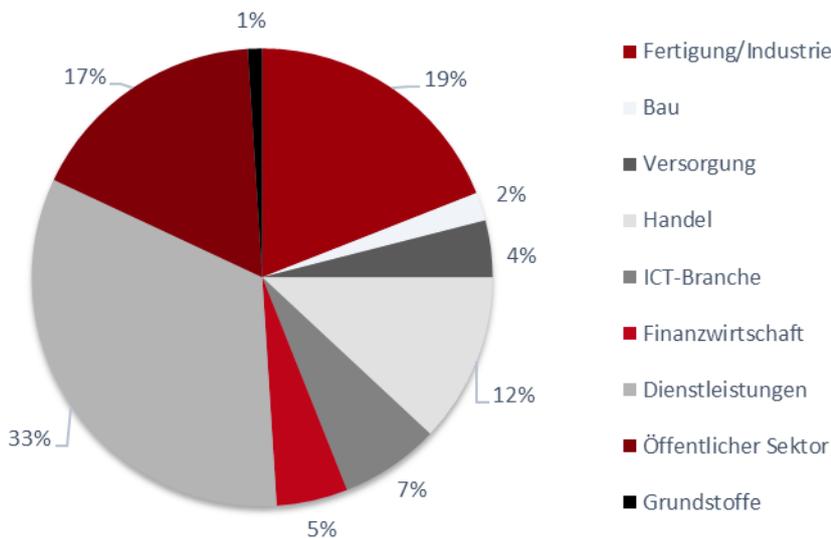
Die IDC Marktanalysten sehen den **weltweiten Markt für Big Data Technologie** bei **US\$ 41,5 Mrd. in 2018** und die Wachstumsraten bis dahin bei durchschnittlich **26,4% p.a.** Eine scheinbar etwas engere Markteingrenzung nimmt die Experton Group in ihrer Studie vor, die den Big Data Markt in **Deutschland** auf knapp **€ 1,4 Mrd.** bemisst. Aus Perspektive der NorCom böte also allein der Heimatmarkt enormes Potenzial. Das durchschnittliche, jährliche Marktwachstum sieht Experton mit 23% (bis 2020) ebenfalls deutlich über 20%. Gemäß Experton erreicht das Marktvolumen für Big Data **rd. € 3,75 Mrd.** – 80% dieses Marktes könnte durch NorComs Produkte und Lösungen adressiert werden. Zunächst steht aber die **Automobilindustrie** bei NorCom im Fokus, angesichts der technologischen Herausforderungen sollten Big Data-Projekte hier einen hohen Stellenwert haben.

Big Data: Ein Milliardenmarkt mit deutlich zweistelligen Zuwachsraten (>20% in den kommenden Jahren)

Ein Blick auf die Branchen, die BD stark nutzen, zeigt, dass etwa ein Fünftel der Budgets durch Fertigung/Industrie (die die Automobilindustrie inkludiert) vergeben werden. Wir sehen hier noch ein großes Potenzial, da die umfangreiche Auswertung/Erhebung industrieller Daten – im Vergleich zur Entwicklung bei Handelsunternehmen, die 12% der bundesweiten BD-Budgets verantworten – noch in einem frühen Stadium steckt.

Deutschland: BD-Budgets nach Einsatz-Branchen

Abbildung 03: BD-Budgets (Deutschland) nach Branchen



Quelle: Experton Group

Einen anderen Betrachtungsansatz haben **BITKOM** und **KPMG** gewählt, hier wurde basierend auf einer Umfrage unter über 700 deutschen Unternehmen mit über 100 Mitarbeitern die tatsächliche Nutzung von Big-Data-Analysen in der

Automobilindustrie ist Vorreiter bei Big Data-Nutzung

Praxis abgefragt. Zusammen mit den Versicherungen und dicht gefolgt von Energie, Chemie/Pharma ist der Einsatz von Big Data-Analysen in der Automobilindustrie am Höchsten.

Abbildung 04: Big Data-Nutzung in Deutschland nach Branchen

	Nutzer	Planer
Automobilindustrie	21%	7%
Versicherungen	21%	13%
Chemie und Pharma	20%	7%
Energie	19%	3%
Telekommunikation	16%	9%
Handel	14%	5%
Banken	13%	4%
IT und Elektronik	12%	16%
Maschinen und Anlagenbau	11%	6%
Gesundheitswirtschaft	11%	10%
Transport und Logistik	2%	6%
Medien	1%	6%

Quelle: BITKOM Research

Zahlreiche Unternehmen noch in der Planungsphase

Wenn alle Unternehmen, die eine **Big Data-Nutzung** planen, dies auch umsetzen, würde die Anzahl der Nutzer in der Automobilindustrie um ein Drittel anwachsen. Bei den Versicherungen würde der Zuwachs sogar bei über 60% liegen.

NorCom kann helfen Einstiegshürden zu überwinden

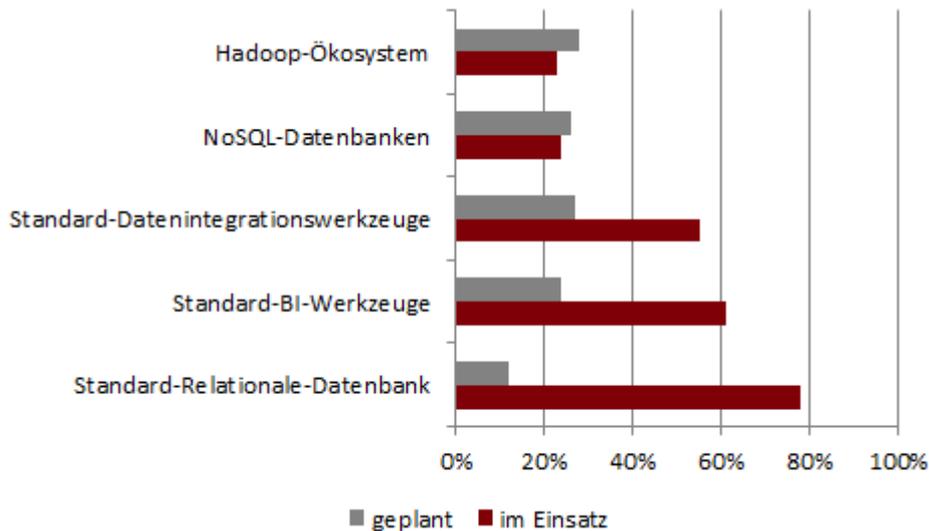
Nach einer BMWi (Bundesministerium für Wirtschaft und Energie)-Studie gibt es beim Big Data-Einsatz in der Praxis **vier zentrale Hürden**: Datenschutz (61%), Datensicherheit (57%), fehlendes fachliches Know-how (55%) und fehlendes technisches Know-how (49%). NorCom kann vor allem bei fachlichem und technologischem Know-how helfen, da die Gesellschaft über erfahrene Berater verfügt. Durch die Expertise im Thema Big Infrastructure kann NorCom auch bei Datenschutz und Datensicherheit helfen – sofern es sich um technische und nicht um rechtliche Fragestellungen (wie im Gesundheitssektor) handelt. Die vier Hürden zeigen die Probleme, vor denen vor allem Unternehmen stehen, die Big Data-Projekte in Eigenregie abwickeln möchten. Ferner wird deutlich, wie wichtig Dienstleister sind, die fachliches und technisches Know-how verbinden können.

Datenanalyse-Technologien

Zur Datenanalyse wird aktuell eine Vielzahl von Technologien genutzt. **Relationale Datenbanken** sind seit den 1970er Jahren im Einsatz. Aber trotz der heutigen Hardwareleistungen reichen relationale Datenbanken bei sehr großen Datenmengen wegen mangelnder Skalierbarkeit nicht mehr aus. Unter **modernen Big Data-Technologien** wird im Allgemeinen eher **NoSQL** und **Hadoop** verstanden. Die nachfolgende Grafik zeigt die Verbreitung bzw. geplante Nutzung von Datenanalyse-Technologien bei Unternehmen in Deutschland.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Abbildung 05: Nutzung Datenanalysetechniken



Quelle: BMWi (Bundesministerium für Wirtschaft und Energie)

Gerade Hadoop spielt in Strategie und Anwendungsbereich der NorCom eine entscheidende Rolle und wird daher nachstehend ausführlicher behandelt.

Hadoop ist ein durch einen ehemaligen Yahoo!-Mitarbeiter im vergangenen Jahrzehnt ins Leben gerufenes **Open Source-Projekt**, das durch Facebook, Yahoo! und Google (Map-Reduce-Algorithmus) entscheidend vorangebracht wurde. Das Hadoop-Framework ist in Java programmiert. Eine Besonderheit besteht darin, dass rechenintensive Prozesse parallel (auf einer skalierbaren Cluster-Architektur) laufen können. Der größte Vorteil von Hadoop ist somit die **Skalierbarkeit** – trotz stark vergrößertem Datenvolumen kann die Beladungs- und Abfragezeit so nahezu konstant gehalten werden. Weiterer Vorteil ist, dass Hadoop – laut einer Bitkom-Studie pro Terabyte Daten nur **ein Zwanzigstel der Kosten** klassischer Data Warehouses verursacht, wenn es für eine schnelle Daten-Verarbeitung eingesetzt wird.

**Hadoop-Projekt:
Moderne
hochskalierbare BD-
Lösung**

Flaschenhals Hadoop-Programmierer

Stärker als bei anderen Datenanalyse-Technologien stellt der Mangel an geschulten Beratern eine zentrale Hürde bei der Hadoop-Technologie dar. Für Serviceanbieter in diesem Umfeld schlägt sich das positiv in überdurchschnittlichen Tagessätzen nieder. Wir gehen – angesichts der hohen Wachstumsraten im Hadoop-Umfeld – nicht davon aus, dass der Engpass mittelfristig beseitigt werden kann. Dementsprechend sollten IT-Dienstleistungen in diesem Umfeld auch mittelfristig mit höheren operativen Margen verbunden sein.

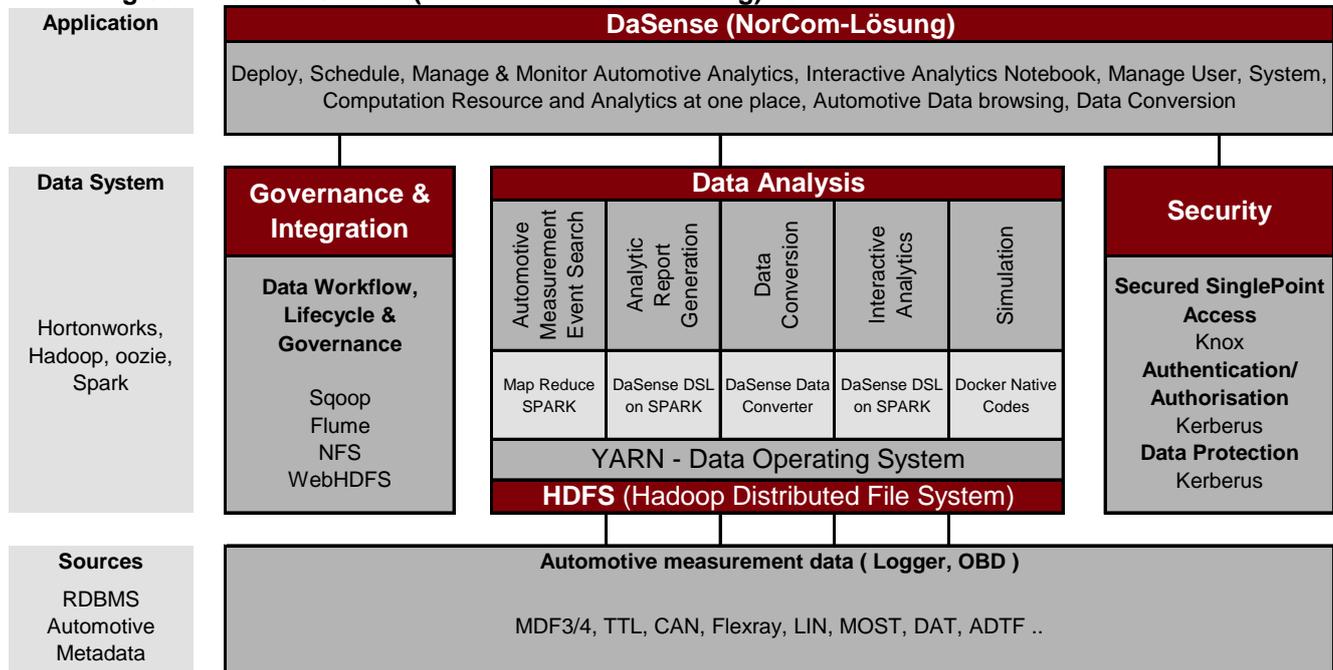
Kostenloser OS-Kern – wie mit Hadoop Umsätze erzielt werden

Der Hadoop-Kern ist als Open Source-Lösung zwar kostenlos, da aber bspw. die Cluster-Knoten (deren Anzahl mehrere Tausend betragen kann) in der Grundfassung einzeln installiert und administriert werden müssten, haben sich Distributoren wie **Cloudera**, **MapR** und **Hortonworks** etabliert. Diese bieten (gegen geringes Entgelt) hilfreiche Zusatzkomponenten, die Konfiguration und Management von Hadoop-Clustern erheblich vereinfachen.

Der NorCom-Ansatz (DaSense)

Zusatzapplikationen sind im Geschäftsmodell der **NorCom** ebenfalls ein wichtiger Baustein - im Fall von DaSense sind diese aber nicht wie bei den Distributoren auf eine allgemeine (häufige) Thematik zugeschnitten, sondern auf ein konkretes Kundenbedürfnis (in diesem Fall von Kunden aus der Automobilindustrie). Durch den hohen spezifischen Nutzen solcher Applikationen sollte es NorCom gelingen, eine attraktive Vergütung für die eigenen Applikationen bzw. die Gesamtlösung zu erzielen. Nachfolgend haben wir dies in einer **schematischen Grafik** abgebildet.

Abbildung 06: DaSense-Umfeld (schematische Darstellung)



Quelle: BankM Research in Anlehnung an NorCom-Darstellung

Neben den bereits erwähnten Distributoren setzen die börsennotierten Gesellschaften **Splunk** und **WANdisco** auf das Hadoop/BD-Thema. Die britische WANdisco plc. verfügt mit „Fusion“ über eine Applikation, die „non-invasiv“ auf Hadoop aufsetzt. Referenzkunden sind Großkonzerne wie Sony, Disney, aber auch skype. Bezogen auf die Unternehmensgröße (Umsatz 2015: US\$ 11 Mio.; 165 Mitarbeiter) ist WANdisco gut mit NorCom vergleichbar. Auch das größte börsennotierte Pure-play-Unternehmen **Splunk Inc.**, das gegenwärtig eine Marktkapitalisierung von rd. US\$ 7,7 Mrd. aufweist, ist, bezogen auf den Umsatz (2015/16: US\$ 668 Mio.) in Relation zu anderen IT/Software-Unternehmen eher klein. Dies zeigt zweierlei: Investoren glauben an das Hadoop-BD-Thema und zahlen – beeindruckt vom enormen Wachstum der Branche – hohe EV/Umsatz-Multiples. Im Gegensatz zur **NorCom AG**, die breiter aufgestellt ist, sind die Pure Player bei weitem nicht profitabel. **Hortonworks** erzielte 2015 bei einem Umsatz von rd. US\$ 122 Mio. (+ 165% ggü. Vorjahr) einen Nettoverlust von US\$ 179 Mio. Wachstum zählt hier (noch) deutlich mehr als Profitabilität.

Hadoop-Thema im Aufbruch - Börsennotierte Pure-Player mit hohen Multiples

Vertreter des Self-Service-BI sind **Tableau** und **Qlik**. Die Lizenzsoftware-Lösungen zeichnen sich durch vergleichsweise einfache Datenhandhabung und gute Visualisierungsmöglichkeiten aus. Die Wachstumsstrategie wird vielfach als „**land-and-expand**“-Ansatz charakterisiert (eine Abteilung nutzt die Lösung und davon ausgehend erwirbt das Kundenunternehmen zunehmend Lizenzen). Diese Unternehmen stehen nicht im Wettbewerb mit NorCom, sondern sind eher Komplementäre. Neben Microsoft, bilden Tableau und Qlik die Gruppe der drei Unternehmen im **Gartner Leaders-Quadranten**. Die börsennotierte **MicroStrategy**, die ebenfalls zu den Self-Service-BI-Anbietern gezählt werden kann, wird von Gartner in der Gruppe der Visionäre gesehen. Im Vergleich mit den anderen Peer-Unternehmen fällt die Gesellschaft durch sehr hohe operative Margen, aber nur unterdurchschnittliches Wachstum auf. Eine grafische Übersicht

Self-Service-BI-Anbieter

zu Wachstum und Bewertung der BI/BD-Unternehmen findet sich auf Seite 20 (Abb. 12).

Nahezu alle IT-Blue Chips sind mit eigenen Big Data Lösungen im Markt

Nahezu alle großen IT-Unternehmen verfügen über eigene BD/BI-Aktivitäten. **SAP** ist 2007 mit der Übernahme von Business Objects stärker in den Markt eingestiegen – und stark zugeschnitten auf die Bedürfnisse des Rechnungswesens (Analysen/Reporting, Finanzplanung, Budgetierung etc.). Mit der In-Memory-Datenbank SAP HANA, die im Frühjahr 2010 erstmals vorgestellt wurde, hat SAP ein vielbeachtetes eigenes Big Data Produkt in den Markt gebracht. Auch **IBM** (Cognos; SPSS; Watson Analytics) und **Hewlett Packard Enterprise (HPE)** (u.a. IDOL, Autonomy) spielen das Thema Big Data sehr prominent – HPE zählt darüber hinaus **NorCom** zu seinen fünf wichtigsten Partnern im BI-Bereich. (Quelle: Angabe durch HPE im BARC-Guide) **Microsoft** ist in vielen Big Data Themen aktiv, zentral ist das Geschäft mit SQL-Servern. Mit der neuen Lösung MS PowerBI adressiert das Unternehmen in jüngster Zeit auch den Self-Service BI-Markt. Auch **Oracle** ist mit zahlreichen Big Data Lösungen im Markt. Bedingt durch die Vielzahl an operativen Aktivitäten und die Unternehmensgröße eignet sich keines der IT-Blue Chips als Peer-Unternehmen für BD-Pure-Player.

Neben den gelisteten BD-Unternehmen gibt es eine Reihe nicht-börsennotierter Unternehmen, die sich ebenfalls intensiv dem BD-Thema widmen. Am bekanntesten ist sicher **Informatica**, die nach der Übernahme durch zwei Private-Equity-Gesellschaften in 2015 ein Delisting vollzog. Die amerikanische **Trifacta** bspw. ist vom BD-Ansatz und Unternehmensgröße NorCom nicht unähnlich, aber nicht börsennotiert – das Unternehmen unterhält enge Bande zu **InfoSys**. Zudem sind auch einige deutsche IT-Dienstleister teilweise mit eigenen Softwarelösungen und Projekten im BD-Umfeld aktiv. Auf diese Unternehmen, die wir aus den Gesichtspunkten der regionalen Aufstellung und auf Grund der Unternehmensgröße in die Peer-Gruppen-Bewertung aufgenommen haben, gehen wir im Bewertungsteil näher ein.

„Branchenexpertise trifft modernste BD-Technologie“ beschreibt den NorCom-Ansatz am Besten

NorCom vereint die Technologie der Pure-Player mit Branchenexpertise. Die Anwendungsfelder die NorCom bedient, sind weit entfernt von „Standardproblematiken“ der Finanzplanung etc. – NorCom zielt nicht auf den Massenmarkt, sondern besetzt eine Nische für hochspezielle, aber auch sehr komplexe Fragestellungen (Bsp.: Testfahrdatenmanagement). Das eigene Asset Based Consulting basiert auf modernster Technologie (die oft Open Source ist), daneben erstellt NorCom eigenentwickelte Applikationen für Kunden, die deren individuelle Fragestellungen adressieren. Über letztere wird NorCom mittelfristig Lizenz- bzw. Abonnementgebühren realisieren. Die Skalierbarkeit ist zwar durch die Nischenthematik zunächst limitiert (auf die Branche/das Anwendungsfeld), die Eintrittshürden für potenzielle Wettbewerber aber hoch und die Projekte oft von strategischer Relevanz für den Kunden. Für den Kunden dürfte die Qualität der Daten-Auswertung klar im Fokus stehen, d.h. wir gehen nicht davon aus, dass der Kunde sehr preissensitiv ist und in diesem komplexen Feld mittelfristig Preisdruck entstehen wird – zumal die Beraterkapazitäten einen Engpass darstellen.

Ertrags- und Vermögenslage

Gewinn- und Verlustrechnung

NorCom hat in den letzten Jahren eine erfolgreiche Restrukturierung durchlaufen, die für gesunde GuV-Relationen gesorgt hat. Wir sind in unserem Modell davon ausgegangen, dass das Unternehmen den Umsatzanteil der höhermargigen Asset Based Consulting Projekte (mit Big Data-Bezug) deutlich ausbauen kann (NorCom plant eine Verdopplung im Jahresvergleich). So kann der Preisdruck bei langfristigen Projekten mit der Öffentlichen Hand mehr als kompensiert werden. **Lizenz- bzw. Abonnementumsätze mit DaSense und EAGLE** sollten sich positiv auf die Personalkostenquote und damit auch merklich auf die operative Marge auswirken.

**Solides Fundament –
hervorragende
Aussichten**

NorCom verfügt gegenwärtig noch über einen sehr hohen **steuerlichen Verlustvortrag von rd. € 20 Mio.** (HGB). In den vergangenen beiden Jahren lag die Steuerquote daher nahe 0%. In unserem Modell sind wir davon ausgegangen, dass die Steuerquote auch in den kommenden Jahren gering bleiben wird. Für den Terminal Value haben wir aus Gründen der Vorsicht die „normale“ Steuerquote (30%) genutzt – auch wenn 2026 noch steuerliche Verlustvorträge bestehen könnten. Die Gründung der eigenen Töchter DaSense GmbH und EAGLE GmbH hat auf den Aufbrauch/die Schonung der Verlustvorträge keinerlei Einfluss.

**Verlustvortrag und
Steuerquote**

Abgesehen davon, dass NorCom bei bestehenden Verlustvorträgen keine Ausschüttungen vornehmen kann, wären diese gegenwärtig auch nicht sinnvoll: NorCom bewegt sich in einem dynamischen Wachstumsmarkt. Zwar ist das Geschäftsmodell nicht Capex-intensiv, erfüllen die Big Data-Projekte aber ihre Wachstumserwartungen so wird NorCom weiter in Personal investieren müssen. Die Gesellschaft möchte zudem auch die Eigenkapitalbasis (2015: 25,7%) weiter stärken.

**Ausschüttungen
mittelfristig nicht auf
der Agenda**

Bilanzstruktur

Beim von uns erwarteten Geschäftsverlauf wird es NorCom gelingen die Eigenkapitalquote von 25,7% in 2015 bis 2017e auf rd 49% zu steigern. Die deutschen Peer-Unternehmen weisen aktuell im Mittel ebenfalls eine 49%ige Eigenkapitalquote auf.

**Eigenkapitalquote
stärken**

Bewertung

NorCom verfügt nach der Restrukturierung über ein stabiles, profitables und langfristig ausgerichtetes Basisgeschäft – die großen Wachstumschancen bietet derweil der Big Data-Markt, in dem NorCom bereits einige Ausrufezeichen (Auszeichnungen, Referenzprojekte) setzen konnte. Die hochmargigen Lizenzumsätze sind indes erst im laufenden Jahr zu erwarten. Die Entwicklung der Lizenz- und Subscriptionsumsätze stellt den größten Bewertungshebel dar. Die zwei zentralen Determinanten in der Unternehmensentwicklung aus unserer Sicht sind:

- 1) Inwieweit es NorCom, die bereits mit drei Premiumherstellern in Geschäftsbeziehungen steht, möglich ist diese Geschäftsbeziehungen weiter auszubauen. Es gilt kundenseitige Erwartungen zu erfüllen, das Produkt (gemeinsam mit dem Kunden) weiterzuentwickeln und die Lösung als Lizenzsoftware oder im Abonnement zu verkaufen.
- 2) Inwieweit das Partnerprogramm hierbei unterstützend wirkt. Besondere Hoffnungen setzt NorCom auf Softwareanbieter mit Automotive-Fokus (**Developer-Partner**), die auf der bereitgestellten Plattform spezifische Anwendungen entwickeln können. Neben den Developer-Partnern sind die **Infrastruktur-Partner** zu nennen, zu denen **HPE** zu zählen ist.

Basierend hierauf haben wir **drei Szenarien** entwickelt, die wir mit den erwarteten Wahrscheinlichkeiten gewichtet haben.

1) Bullisches Szenario (20% Eintrittswahrscheinlichkeit):

NorCom fasst im Automotive-Bereich sehr schnell Fuß, auch international und kann mittelfristig die Anwendungsbereiche ausdehnen. Der Partner HPE skaliert dabei den Softwarevertrieb. NorCom erreicht ein höheres Margenniveau als im Hauptszenario. Die Investoren sehen NorCom als „Hadoop“-Aktie (d.h. die Bewertung wird stärker an den Hadoop-Peers als an deutschen Peers ausgerichtet sein).

2) (Konservatives) Hauptszenario (70% Eintrittswahrscheinlichkeit):

NorCom verzeichnet Erfolge im Automotive-Bereich, die Partnerschaft mit HPE ist konstruktiv – HPE ist vor allem aber Türöffner bei der eigenen Kundenakquise. Die Investoren würdigen die Erfolge im Big Data/Hadoop-Bereich und billigen dem Unternehmen gegenüber den nationalen Peers eine Prämie zu (die Peer-Bewertung ist aber zu 2/3ten an den deutschen Peers orientiert).

3) Bärisches Szenario (10% Eintrittswahrscheinlichkeit)

Jährliche Wachstumsraten auf Konzernebene bleiben – trotz einiger Erfolge im Big Data-Bereich - mittelfristig deutlich unter 10% p.a. Die Wahrnehmung der NorCom durch die Investoren orientiert sich ausschließlich an den nationalen Peers.

DCF-Modell

Hauptszenario

Der Schlüssel zum Erfolg bei NorCom liegt klar auf dem Big Data-Markt und ist gegenwärtig eng mit erwarteten Projekten im Automobilsektor verbunden. Im nachstehenden Hauptszenario gehen wir von zweistelligen Zuwachsraten im Big Data-Bereich aus, das Softwarelizenzgeschäft wächst dabei noch etwas schneller und lässt die Margen (bis auf 12,9% EBIT-Marge) steigen, was im Vergleich mit den (nationalen) Peers durchaus konservativ ist. Danach sind wir aus Gründen der Vorsicht nach 2021 von fallenden Margen ausgegangen.

Abbildung 07: DCF-Hauptszenario (Wahrscheinlichkeitsgewichtung: 70%)

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	19,18	21,96	25,04	28,11	31,27	34,11	37,02	40,72	44,80	47,04	49,39
EBITDA	1,50	2,19	2,81	3,62	4,13	4,55	4,75	5,22	5,75	6,03	5,68
EBITDA-Marge	7,8%	10,0%	11,2%	12,9%	13,2%	13,3%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	11,5%
EBIT	1,43	2,11	2,72	3,52	4,02	4,42	4,61	5,07	5,58	5,85	5,43
EBIT-Marge	7,5%	9,6%	10,9%	12,5%	12,8%	12,9%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	11,0%
Steuern	0,10	0,17	0,23	0,53	0,60	0,66	0,69	0,76	0,84	0,88	1,63
+ Abschreibungen/Amortisation	0,07	0,08	0,09	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15	0,17	0,18	0,25
- Inv. Immaterielle Vermögensggt.	0,07	0,08	0,09	0,11	0,12	0,13	0,14	0,15	0,17	0,18	0,25
- Veränderung Working Capital	0,59	0,56	0,62	0,70	0,78	0,85	0,92	1,01	1,11	1,17	1,23
Operativer Cash flow	0,74	1,38	1,87	2,29	2,64	2,91	3,00	3,30	3,63	3,81	2,58
Diskontierungsfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,65	0,61	0,56	0,52	0,49	0,45
Wert operativer Cash Flow heute	0,68	1,19	1,51	1,72	1,84	1,89	1,81	1,86	1,90	1,86	1,17
Kumulierter Wert der oper. CF	16,27										
Barwert des Endwertes	19,52										
Unternehmenswert	35,79										
- Nettoverschuldung	-1,04										
- Anteile Dritter	0,00										
Wert des Eigenkapitals	36,83										
Fairer Wert je Aktie in €	18,44										
Kurspotenzial in %.	41,8%										
WACC	7,4%										
Langfristige Wachstumsrate	1,0%										

Quelle: BankM Research

Nebenszenarien

Die im Bewertungsteil eingangs beschriebenen Nebenszenarien stellen wir nur mit Eckdaten in der nachfolgenden Kurztabelle dar.

Abbildung 08: Szenarien (DCF)

Parameter	Hauptszenario	Nebenszenarien	
Anmerkung	vgl. Abb. 07	"bullisch"	"bärisch"
Szenario-Wahrscheinlichkeit	70%	20%	10%
Umsatz in 2026	€ 49,4 Mio.	€ 76,6 Mio.	€ 37 Mio.
CAGR (16e-26e)	9,9%	14,8%	6,8%
EBIT-Margen Höchstwert (2021)	12,9%	18,0%	9,9%
WACC	7,4%	7,4%	7,4%
Ewige Wachstumsrate	1,0%	1,0%	1,0%
Fairer Wert	€ 18,44	€ 31,78	€ 13,78
Fairer Wert (wahrscheinlichkeitsgewichtet)	€ 20,64 pro Aktie		

Quelle: BankM Research

Der wahrscheinlichkeitsgewichtete faire Wert pro NorCom-Aktie liegt somit bei € **20,64**.

Sensitivitätsanalysen (Hauptszenario)

Abbildung 09: Sensitivitätsanalyse

		WACC						
		4,4%	5,4%	6,4%	7,4%	8,4%	9,4%	10,4%
langfristige Wachstumsrate	0,50%	31,42	25,04	20,78	17,74	15,45	13,67	12,25
	0,75%	32,86	25,86	21,29	18,08	15,69	13,84	12,37
	1,00%	34,51	26,77	21,85	18,44	15,94	14,02	12,50
	1,25%	36,41	27,79	22,46	18,84	16,21	14,21	12,64
	1,50%	38,64	28,94	23,14	19,27	16,49	14,41	12,78

Quelle: BankM Research

Peer-Group-Vergleich

Börsennotierte deutsche Unternehmen mit BD- Segment...

Auch deutsche (börsennotierte) Gesellschaften wie **adesso** und SHS Viveon akquirieren BI-Projekte, die oft von mehreren Unternehmen bearbeitet werden. Auch NorCom setzt auf Partner (wie z.B. MapR beim AUDI-Projekt) und deckt Teile des Projektes mittels Drittlösungen ab. Im Zentrum steht der maximale Kundennutzen, für dessen Erreichung die modernste Technologie eingesetzt wird. In der speziellen Nische einer auf BI/BD-Konzepten basierenden Lösung für die IT ist die **USU AG** (mit „Valuation Service Intelligence“) aktiv, die wir daher ebenfalls in die Peer-Gruppe aufgenommen haben. Abgerundet wird die „deutsche“ Peer-Gruppe durch **Softing**, die im Bereich der automobilen Messdaten sehr stark ist (die auch bei NorComs BD-Aktivitäten von großer Bedeutung sind) und dem SAP-Beratungshaus **All for One Steeb** deren Alleinstellung vor allem in der Branchenexpertise (gerade auch bei Automobilzulieferern) besteht und die auch BI/BD-Lösungen der SAP bei ihren Kunden implementieren (für betriebswirtschaftliche Auswertungen). Auch das Geschäftsmodell der **CENIT** ist mit den Themen PLM (Product lifecycle Mgmt.) und EIM (Enterprise Information Mgmt.) stark datengetriebenen. Bei Gleichgewichtung aller 4 Multiples ergibt sich ein fairer Wert von rd. € 11,30 aus der Betrachtung der nationalen IT/Software-Peers.

Abbildung 10: Nationale Software/IT-Peers

Basisjahr 2016	Mkap.	KGV	EV	EV	EV/EBIT	CAGR
Unternehmen	(in € Mio.)		/Umsatz	/EBITDA		14a-17e
Adesso AG	158,3	20,4	0,63	8,1	12,5	18,2%
All for One Steeb AG	294,7	24,8	1,11	10,5	15,4	8,7%
CENIT AG	152,3	19,5	0,90	8,5	10,1	2,1%
USU Software AG	205,4	22,8	2,37	16,2	20,5	13,2%
Softing AG	74,5	16,0	0,85	6,2	10,9	7,5%
Mittelwert	177,0	20,7	1,18	9,91	13,89	10,0%
NorCom IT AG	26,0	19,5	1,26	16,1	16,9	14,2%
		13,79	12,18	8,35	10,86	
Fairer Wert					11,29	

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Die Peer-Gruppe im BD-Bereich gestaltet sich schwieriger, weil diese Unternehmen – gerade die mit Hadoop-Bezug – bei weitem nicht profitabel sind. Wir haben daher einzig die EV/Umsatz-Multiples 2018 herangezogen, um dem hohen Wachstum der Peers Rechnung zu tragen. Die Bewertungsindikation für NorCom beläuft sich hierbei auf € 37,56 pro Aktie.

Abbildung 11: BD-Peers

	EV/Umsatz			EBIT-Marge		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Splunk	7,44	5,80	4,49	-31,9%	3,9%	5,5%
WANDisco	5,70	4,55	2,70	-264,7%	-147,2%	-78,7%
Hortonworks	2,61	1,82	1,19	-93,9%	-48,7%	-26,6%
Durchschnitt	5,25	4,05	2,79	n.a.	n.a.	n.a.
NorCom	1,26	1,10	0,97	7,5%	9,6%	10,9%

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Die Gewichtung der Peer-Gruppen in den drei eingangs vorgestellten Szenarien hängt davon ab, wie stark NorCom als „Hadoop“-Spezialist wahrgenommen wird. Bezogen auf die Wachstumsraten muss sich der NorCom Big Data Bereich (Wachstum 2015a und 2016e: jeweils 100% (von geringer Basis)) vor den Peers nicht verstecken. Auch Hortonworks (CAGR 2014a-2017e: 80,7%), Splunk (36%) und WANDisco (8%) wachsen dynamisch, oft aber unter völliger Vernachlässigung der Profitabilität (vgl. EBIT-Margen Abb. 11).

Die Peer-Szenarien beziehen sich vor allem darauf, wie NorCom in der eigenen Positionierung durch den Markt wahrgenommen wird. Hier haben wir unser Hauptszenario zu Grunde gelegt (2/3 nationale IT/Software-Peers, Basisjahr 2016) und 1/3 Hadoop/BD-Peers (mit Basisjahr 2018 um dem starken Wachstum dieser Peers Rechnung zu tragen).

Die nachfolgende Abbildung zeigt auch BD-Unternehmen, die wir in der Peer nicht berücksichtigt haben. Die Veranschaulichung dient dazu, zu zeigen:

- 1) Wie Investoren NorCom aktuell sehen
- 2) Welche EV/Umsatz-Multiples für (i.d.R. nicht profitable aber schnell wachsende) BD-Peers gezahlt werden
- 3) Wie stark Investoren gegenwärtig Wachstum im BD-Bereich honorieren
- 4) Welche strategischen Prämien derartige Multiples rechtfertigen könnten

Bezogen auf NorCom ist es aber der absolut richtige Weg, das Augenmerk weiter ausschließlich auf profitables Wachstum im BD-Bereich zu legen.

...und börsennotierte Hadoop-Spezialisten

Gewichtung der Peer-Gruppen hängt von der Wahrnehmung der NorCom ab

Fairer Wert gemäß Peer-Gruppen bei € 20,05 (Hauptszenario)

Abbildung 12: Wachstumsraten, EV/Umsatz-Multiples und EBIT-Margen



Quelle: BankM Research

Fairer Wert pro Aktie bei € 20,35

Bewertungsfazit

Der faire Wert pro NorCom-Aktie i.H.v. € 20,35 ergibt sich zu gleichen Teilen aus den szenariogewichteten Ergebnissen der Peer-Gruppen-Analyse (€ 20,05) und der DCF-Bewertung (€ 20,64).

SWOT-Analyse

Stärken

- Im Geschäft mit großen Behörden hat NorCom ein solides Fundament ausgebildet, die Big Data-Aktivitäten im Automotive-Sektor wachsen kräftig und sind wesentlicher Werttreiber.
- Partnerschaft mit HPE im BD-Bereich sorgt für erhöhte Wahrnehmung.
- NorCom besetzt im BD-Markt modernste Technologie und eine spezialisierte Thematik (Automotive).
- Beratertagesätze für BD-Spezialisten sind hoch, NorCom verfügt über guten Zugang zu Talenten/ Doktoranden.
- Intensive Erfahrung mit Testdaten im Automotive-Sektor eröffnen einen guten Projektzugang zu Automobilherstellern.
- Für einen SmallCap weist die NorCom-Aktie ein sehr hohes durchschnittliches Handelsvolumen auf.

Schwächen

- Der BD-Markt ist ein wettbewerbsintensiver Markt, der von (US-)Unternehmen geprägt ist, die oftmals Wachstum vor Profitabilität stellen (was zu Preisdruck führen könnte).
- NorCom zählt innerhalb des BD-Marktes zu den kleineren Akteuren – wenngleich die Partnerschaft mit HPE die Sichtbarkeit deutlich erhöht.
- Der volatile Kursanstieg des ersten Quartals dürfte auch viele sehr kurzfristig orientierte Anleger angelockt haben.
- Die Hadoop-Technologie selbst ist Open Source, somit bilden vor allem der hohe Spezialisierungsgrad und das fachliche Know how in den von NorCom adressierten Bereichen eine gewisse Eintrittsbarriere.

Chancen

- Development Partnerschaften würden den Lizenzvertrieb stärken.
- Autonomes Fahren ist (auch) ein BD-Thema, für das die Automobilindustrie in den kommenden Jahren Milliardeninvestitionen im IT-Bereich eingeplant hat.
- Der Verkauf eigener Softwarelizenzen/Subscriptions im Rahmen von BD-Projekten wird das Margenniveau deutlich anheben.
- Die Knappheit bei BD-Beratern dürfte fortbestehen, NorCom ist hierbei ein attraktiver Arbeitgeber, weil unter Verwendung modernster BD-Technologien Erfahrung in Leuchtturmprojekten gesammelt werden können und variable Vergütungsmodelle bestehen.
- Use Case-Referenzen wie AUDI könnten NorCom auch Zugang zu anderen (ähnlich anspruchsvollen) BD-Projekten eröffnen.
- HPE Partnerschaft eröffnet Skalierungsmöglichkeiten (Beraterkapazitäten) und den Zugang zu internationalem Geschäft.
- NorCom könnte als strategisches Target für Automobilkonzerne, Softwareanbieter im Automotive-Umfeld, aber auch für US-Technologiekonzerne (im Big Data-Umfeld) interessant werden.

Risiken

- Andere IT-Beratungsfirmen könnten den BD-Markt noch stärker für sich entdecken und ebenfalls in anspruchsvolle Nischen vordringen (NorCom ist hier durch Know-how und Referenzprojekte ein Stück weit geschützt).
- Die Akquirierung neuer Automotive-Projekte könnte durch Mangel an Beratern gebremst werden (die HPE-Partnerschaft reduziert dieses Risiko).
- Erfahrene Projektteams könnten das Unternehmen verlassen, mittels Applied Competence Cluster (Wissenstransfer) reduziert NorCom die sich hieraus ergebenden Risiken.
- Festpreisprojekte bergen größere Kalkulationsrisiken, als eine Abrechnung über Tagessätze.
- Reputationsrisiken, wenn Leuchtturm-BD-Use-Cases nicht die erhofften Ergebnisse liefern.

Tabellenanhang

GuV (in EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatzerlöse	18,170	14,735	16,231	19,179	21,960	25,043
Aktiviertete Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,571	0,719	0,299	0,353	0,404	0,461
Materialaufwand	-8,566	-7,613	-7,983	-9,222	-10,268	-11,490
Rohergebnis	10,174	7,841	8,547	10,310	12,096	14,014
Personalaufwand	-8,216	-5,665	-5,838	-6,881	-7,729	-8,719
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-5,417	-1,670	-1,545	-1,925	-2,175	-2,481
EBITDA	-3,459	0,506	1,164	1,504	2,192	2,815
Abschreibungen/Amortisation	-0,365	-0,070	-0,061	-0,072	-0,084	-0,094
EBIT	-3,824	0,435	1,102	1,432	2,108	2,720
Finanzergebnis	0,000	-0,007	-0,002	0,000	0,000	0,000
A.o. Ertrag/Aufwand vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Vorsteuerergebnis	-3,824	0,428	1,101	1,432	2,109	2,721
Steuern	-0,082	0,000	-0,001	-0,101	-0,170	-0,225
Jahresüberschuß vor Anteile Dritter	-3,906	0,428	1,100	1,330	1,938	2,495
Anteile Dritter	-0,018	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001
Jahresüberschuß	-3,924	0,429	1,101	1,332	1,939	2,497
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigter Jahresüberschuß	-3,924	0,429	1,101	1,332	1,939	2,497
Anzahl Aktien	1,997	1,997	1,997	1,997	1,997	1,997
Anzahl Aktien (verwässert)	1,997	1,997	2,018	2,100	2,100	2,100
EPS	-1,96	0,21	0,55	0,67	0,97	1,25
EPS, bereinigt	-1,96	0,21	0,55	0,67	0,97	1,25
EPS, verwässert	-1,96	0,21	0,55	0,63	0,92	1,19
EPS, verwässert und bereinigt	-1,96	0,21	0,55	0,63	0,92	1,19
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research (e)

Kapitalflussrechnung (in EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Mittelfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	-0,248	-1,666	-0,016	0,808	1,461	1,968
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-0,042	1,053	-0,061	-0,059	-0,068	-0,077
Mittelfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-0,032	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-0,322	-0,613	-0,077	0,749	1,393	1,891
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,726	1,113	1,036	1,785	3,178	5,069

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Bilanz (in EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Anlagevermögen	2,542	1,365	1,354	1,341	1,325	1,308
Imm. Vermögenswerte	2,440	1,285	1,283	1,283	1,283	1,283
Sachanlagen	0,103	0,080	0,071	0,058	0,042	0,025
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	4,247	3,795	5,182	6,684	8,787	11,466
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	2,521	2,682	4,146	4,899	5,609	6,397
Sonstige Forderungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kasse und Wertpapiere	1,726	1,113	1,036	1,785	3,178	5,069
Sonstiges Aktiva	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Summe Aktiva	6,789	5,160	6,536	8,025	10,113	12,774
Eigenkapital	0,256	0,582	1,682	3,012	4,950	7,445
Rücklagen	0,142	0,570	1,681	3,013	4,952	7,449
Anteile Dritter	0,114	0,012	0,000	-0,001	-0,002	-0,003
Rückstellungen	4,683	3,473	3,695	3,695	3,695	3,695
Verbindlichkeiten	1,404	0,744	0,873	1,031	1,181	1,347
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Verbindlichkeiten aus LuL	1,404	0,744	0,873	1,031	1,181	1,347
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonst. Verbindlichkeiten	0,447	0,361	0,286	0,286	0,286	0,286
Summe Passiva	6,789	5,160	6,536	8,025	10,113	12,774

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research (e)

Kennzahlen	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	n.m.	0,11	0,59	1,26	1,10	0,97
EV/EBITDA	n.m.	3,29	8,21	16,09	11,04	8,60
EV/EBIT	n.m.	3,82	8,66	16,90	11,48	8,89
KGV bereinigt	n.m.	6,37	9,61	19,51	13,40	10,41
PCPS	n.m.	n.m.	7,64	18,51	12,84	10,03
Preis/Buchwert	n.m.	4,87	6,30	8,62	5,25	3,49
Rentabilitätskennzahlen in %						
Bruttomarge	56,0%	53,2%	52,7%	53,8%	55,1%	56,0%
EBITDA-Marge	-19,0%	3,4%	7,2%	7,8%	10,0%	11,2%
EBIT-Marge	-21,0%	3,0%	6,8%	7,5%	9,6%	10,9%
Vorsteueremarge	-21,0%	3,0%	6,8%	7,5%	9,6%	10,9%
Nettomarge	-21,6%	3,0%	6,8%	6,9%	8,8%	10,0%
ROE	n.m.	103,8%	97,1%	56,7%	48,7%	40,3%
ROCE	n.m.	9,7%	23,1%	24,4%	32,0%	37,2%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	156,63	201,85	210,79	223,01	228,75	240,80
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	-33,8	5,9	14,3	15,5	20,2	24,0
Anzahl Mitarbeiter	116,0	73,0	77,0	86,0	96,0	104,0
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	3,8%	11,3%	25,7%	37,5%	48,9%	58,3%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sonstige Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	-0,62	-0,08	0,69	0,70	1,01	1,30
Free-Cash-Flow per Aktie	-0,65	-0,11	0,67	0,67	0,98	1,26
Working capital/Umsatz (in %)	6,1%	13,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
Abschreibungen/Umsatz (in %)	2,0%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Steuerrate (in %)	-2,1%	0,0%	0,1%	7,1%	8,1%	8,3%

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research (e)

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (biw AG), Willich.

Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Daniel Grossjohann, Analyst

Die biw AG unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die NorCom AG.

Hinweisgem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
-	-	-	-

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspresse (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten inhaltliche Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

HALTEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

VERKAUFEN: Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

20.06.2016

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

Schlusskurse vom 17.06.2016

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der biw AG, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 14 WpHG sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der biw AG und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der biw AG durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html erhältlich.

C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrtumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.

© 2016 BankM - Repräsentanz der biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

biw Bank für Investments und Wertpapiere AG, Hausbroicher Straße 222, D-47877 Willich. Alle Rechte vorbehalten.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!