

Norcom Information Technology

Stärken und Chancen

- **Großes Potenzial:** Mit der Software zur effizienten Produktion von Fernsehsendungen hat sich NorCom einen Markt erschlossen, der schon heute großes Potenzial bietet und der aufgrund der digitalisierungsbedingten Ausdifferenzierung der Senderlandschaft über glänzende Wachstumsperspektiven verfügt.
- **Zahlreiche Vertriebsfolge:** In den letzten zwei Jahren konnten bereits zahlreiche TV-Stationen für den Einsatz der NCPower-Software gewonnen werden. Vor allem Russland hat sich als ein neuer Wachstumsschwerpunkt herauskristallisiert, wo inzwischen sechs Sender, darunter die landesweit größten Anstalten, zu den NorCom-Kunden zählen.
- **Hohes Segmentwachstum:** Die damit erzielten Umsätze stellen die dynamischste Komponente in der Konzern-GuV dar und tragen demnach einen immer höheren Teil zu den Konzererlösen bei.
- **Hohes Kurspotenzial:** Trotz einer Absenkung der Schätzungen weist unser Ertragswertmodell immer noch auf eine deutliche Unterbewertung hin. Wir sehen den fairen Kurs rund 70 Prozent über dem aktuellen Niveau.

Schwächen und Risiken

- **Probleme bei Töchtern:** Die diesjährigen Ergebnisse wurden bislang durch eine enttäuschende Entwicklung bei zwei Tochtergesellschaften geprägt.
- **Externes Wachstum:** Die angekündigte Akquisitionspolitik stellt eine weitere Herausforderung dar. Fehlschläge würden nicht nur das Expansionstempo bremsen, sondern auch die Ertragslage belasten.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 1,69 Euro

Stammdaten

ISIN	DE0005250302
Branche	IT-Dienstleistung, Software
Sitz der Gesellschaft	München
Internet	www.norcom.de
Ausstehende Aktien	10,63 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	18,0 Mio. Euro
Free Float	ca. 57,3%

Kursentwicklung



Hoch / Tief (12 Monate)	3,05 Euro / 1,58 Euro
Performance (12 Monate)	-18,5 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 41 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr	2005	2006	2007(e)	2008(e)
Umsatzerlöse (Mio. Euro)	24,8	29,9	29,6	37,0
EpS (EUR)	0,09	0,24	-0,06	0,10
Dividende / Aktie (Euro)	-	-	-	-
KUV	0,72	0,60	0,61	0,49
KGV	18,0	7,1	-	16,2
Dividendenrendite	-	-	-	-

* Aktienzahl für alle Jahre einheitlich 10,63 Mio.

Unternehmensprofil

Etablierter IT- und Softwarespezialist

Bei der NorCom Information Technology AG handelt es sich um ein Beratungs- und Softwareunternehmen, das 1989 von dem heutigen Vorstandsvorsitzenden Viggo Nordbak als NorCom GmbH in München gegründet worden ist. Zehn Jahre später erfolgte die Umwandlung in eine AG und im Anschluss der Börsengang. Die Gesellschaft unterhält derzeit neben ihrem Hauptsitz in München noch zwei weitere Niederlassungen in Frankfurt am Main sowie in Nürnberg. Darüber hinaus ist sie über eine Tochtergesellschaft auch in Oslo vertreten. Inkl. aller Beteiligungen beschäftigt der Konzern 158 Mitarbeiter (Stand 30.06.).

Umfassendes Leistungsportfolio

Das Geschäftskonzept basiert auf einem breiten Ansatz und wird vom Unternehmen in die Segmente Professional Services und Produkte eingeteilt, wobei vor allem unter der ersten Bezeichnung höchst unterschiedliche Leistungskategorien zusammengefasst werden. So umfasst diese Sparte sowohl Top Management Beratung als auch Beratungs-, Optimierungs- und Integrationsaktivitäten in den Bereichen Business Process Management, Business Process Automation und Business Process Security. Auf Basis der Beratungsergebnisse und im Rahmen der anschließenden Umsetzung der Konzepte werden dann eigene und in geringem Ausmaß auch fremde Produkte vertrieben. Somit spielt die erste Stufe, das Business Consulting, eine zentrale Rolle in diesem Geschäftsmodell. Erst durch die Analyse der Abläufe im Unternehmen und ihre Modellierung zu einheitlichen, steuerbaren Geschäftsprozessen werden Effizienzsteigerungspotenziale aufgedeckt, die eine Anpassung der IT-Infrastruktur rechtfertigen. Traditionell hat sich NorCom dabei vor allem auf die nahtlose Integration von heterogenen IT-Landschaften sowie auf die Fragen der Netzwerksicherheit spezialisiert. Dementsprechend adressieren die bislang entwickelten und vertriebenen Produkte die Bereiche der Netzwerkintegration (DAP Middleware – Distributed Application Platform) und der Netzwerksicherheit (NGS Produktfamilie - NorCom Global Security).

Neuer Schwerpunkt: Redaktionssystem NCPower

Eine entscheidende Erweiterung erfuhr die Produktpalette mit der Übernahme der Münchener Maximedia Technologies GmbH im Jahr 2003, die zunächst zu 51 Prozent und ein Jahr später vollständig akquiriert wurde. Damit konnte sich NorCom die Rechte an der hochinnovativen Software NCPower sichern, mit der die Produktion von Rundfunk- und TV-Sendungen wesentlich schneller, schnittstellenärmer und dadurch deutlich kostengünstiger bewerkstelligt werden kann. Nach intensiver Entwicklungsarbeit in den vergangenen Jahren ermöglicht das System nun eine vollständig digitale, magnetbandfreie Redaktion von Inhalten, die zudem unabhängig von der zu verarbeitenden Dateiform (Text, Bild, Audio, Film) aus einer einheitlichen Oberfläche erfolgen kann. Darüber hinaus bietet das System browserbasierte Schnittstellen für die Einbindung von auswärtigen Korrespondentenbeiträgen sowie umfassende Sendungsplanungs- und

Ablaufüberwachungstools. Da die spezialisierten Softwarelösungen anderer Hersteller für einzelne Bearbeitungsschritte zudem betriebssystemunabhängig in NCPower integriert werden können, ermöglicht die High-End-Version sogar die zentrale Steuerung der gesamten technischen Ausstattung eines Fernsehstudios. Aber auch umfassende multimediale Archivierungs- und Rechercheaufgaben sollen mit dem Programm wesentlich effizienter erfolgen. In Kombination mit der professionellen Videoverarbeitungssoftware von Apple (FinalCutPro) bietet die NCPower-Produktfamilie nun die weltweit erste komplett in der Apple-Umgebung angesiedelte TV- und Medien-Produktionslösung. Unternehmensangaben zufolge liegt dieses Produkt preislich rund 60 Prozent unterhalb ähnlicher Konkurrenzsysteme.

Spezialisierte Tochtergesellschaften

Die operative Tätigkeit der Gruppe teilt sich auf insgesamt vier aktive Gesellschaften auf. Neben der AG selbst, die hauptsächlich im angestammten Beratungs- und Softwaregeschäft in Deutschland tätig ist, sowie MaxiMedia als Spezialisten für die Medienbranche sind es die norwegische Mehrheitsbeteiligung Norske Systemarkitekter AS (NSA) und das auf die Finanzbranche spezialisierte Beratungs- und Softwarehaus Value & Risk AG (V&R) aus Frankfurt. Während die Norweger ihren Schwerpunkt vor allem bei Integrationsprojekten im Oracle-Umfeld haben und räumlich vor allem den norwegischen Markt sowie die angrenzenden skandinavischen Länder abdecken, konzentriert sich Value & Risk auf die Bereiche Financial Engineering und Risikomanagement. Eine wichtige Rolle für das Leistungsspektrum der Gruppe spielt schließlich auch die norwegische Minderheitsbeteiligung Cognit AS. Das Unternehmen verfügt über eine preisgekrönte, auf semantischen Regeln beruhende Suchtechnologie, die gerade im Hinblick auf die Recherche- und Archivierungsanforderungen der Medienkunden ein zentrales Verkaufsargument für die NCPower-Produktlinie darstellt, in die sie integriert ist.

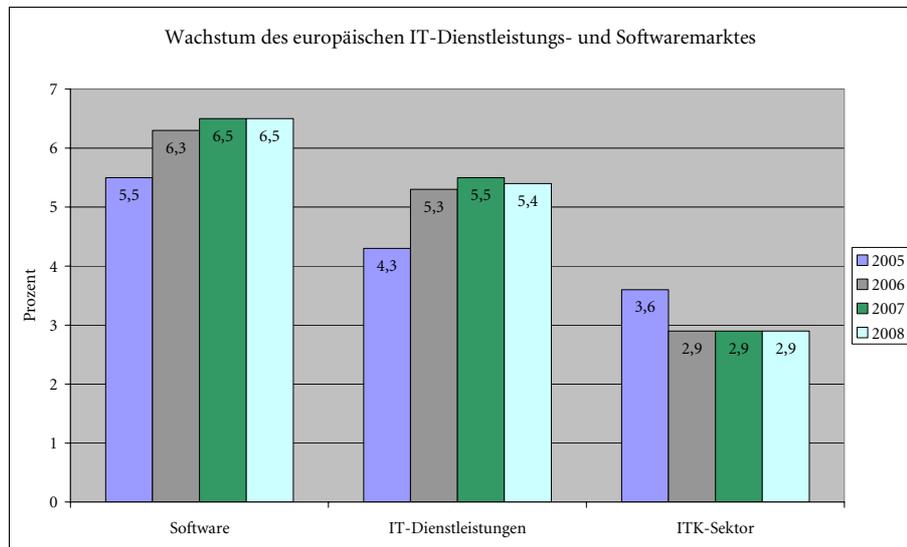
Renommierter Kundenkreis

Die hohe Qualität der von NorCom angebotenen Leistungen wird nicht zuletzt durch die Kundeliste belegt. Dazu gehören sowohl Adressen aus dem öffentlichen Sektor wie die Bundesanstalt für Arbeit oder die Finanzämter in mehreren Bundesländern, als auch große Unternehmen aus den European Top 100. So zählen im Finanzbereich beispielsweise die Dresdner Bank, die HypoVereinsbank, die Bayerische Sparkassenorganisation IZB und die Postbank dazu. In dem neu erschlossenen Medienbereich konnten bereits RTL Television, n-tv, die Deutsche Welle, der norwegische Rundfunk NRK sowie mehrere russische Sender, darunter der Marktführer VGTRK, als Kunden gewonnen werden.

Markt und Strategie

Softwaremarkt wachstumsstark

Mit der Konzentration auf IT-Dienstleistungen und Software bewegt sich NorCom in den beiden wachstumsstärksten Segmenten des gesamten ITK-Sektors. So schätzen die Experten des EITO (European Information Technology Observatory), dass der europäische Softwaremarkt im laufenden Jahr um 6,5 Prozent auf 76,2 Mrd. Euro zulegen wird, für nächstes Jahr wird mit einem gleichstarken Anstieg gerechnet. Der mit einem Volumen von 139,6 Mrd. Euro deutlich größere Markt für IT-Dienstleistungen wächst mit geschätzten Raten von 5,5 bzw. 5,4 Prozent nur unwesentlich langsamer (siehe nachfolgende Darstellung). Ähnlich verhält es sich in Deutschland, wo die beiden Segmente nach Angaben des Branchenverbandes Bitkom mit 6,0 (Software) und 4,9 (IT-Services) Prozent zulegen (bzw. 5,8 und 4,9 Prozent im nächsten Jahr). Das diesjährige Marktvolumen wird auf 18 bzw. 30,5 Mrd. Euro geschätzt (Quelle: Bitkom, Herbst 2007).



Quelle: EITO, Update 2007

Riesiges Marktpotenzial von NCPower

Dabei bewegt sich NorCom mit der Fokussierung auf die Bereiche Geschäftsprozessoptimierung und Netzwerksicherheit in Untersegmenten, die sich sogar überproportional entwickeln. Die größte Phantasie birgt aber sicherlich die Mediensparte, in der die Gruppe mit der NCPower-Produktlinie ein sehr gutes Standing besitzt. Hier lassen sich gleich mehrere Trends erkennen, die für ein sehr starkes Wachstum des Segments sprechen. Zum einen ist zu erwarten, dass die bisherigen Sender allein aus Effizienzerwägungen ihre Produktionsmethoden sukzessive digitalisieren und optimieren müssen. Darüber hinaus bewirkt die Digitalisierung des Fernsehens eine massive Zunahme von spezialisierten Sendern, die schon allein aufgrund ihrer vergleichsweise kleineren Zielgruppen auf eine kostengünstige Produktionstechnik angewiesen sind. Hinzu zeichnet sich

als weiterer Trend das Aufkommen von IPTV ab – die Übertragung von Fernsehen auf Basis des Internetprotokolls. Hier werden nicht nur gänzlich neue Stationen ihr Programm ausschließlich über das Internet anbieten, sondern es ist zu erwarten, dass auch viele Industriekonzerne und Organisationen sich im Rahmen ihrer Kunden- und/oder Aktionärspflege zunehmend multimedialer Produktionen bedienen werden. Schließlich lässt sich eine vergleichbare Entwicklung – etwas verzögert – auch für den Mobilfunk der neuen Generation erwarten. Gerade zu dem letztgenannten Bereich sowie zu dem Themenschwerpunkt IPTV haben die Münchener auf der Amsterdamer Medienmesse IBC im September neue Module vorgestellt, mit denen alle Komponenten der Produktion und Ausstrahlung der Sendungen, bis zu passenden Interaktionslösungen, abgedeckt werden können.

Internationalisierung

Während die bisherigen Kunden hauptsächlich aus Deutschland und Norwegen stammten, bedingt die forcierte Vermarktung der NCPower-Software eine stärkere Internationalisierung des Geschäfts. Insbesondere in Russland hat sich ein neuer regionaler Schwerpunkt herauskristallisiert. Hier konnte NorCom nicht nur VGTRK, den größten russischen Rundfunk- und Fernsehsender, unter Vertrag nehmen, sondern inzwischen vier weitere überregionale Anstalten und einen lokalen Anbieter in Murmansk. Damit hat sich der bayerische Konzern in kürzester Zeit als führender Anbieter auf dem russischen Markt etabliert, der nach Unternehmensangaben insgesamt 50 große und etwa 800 kleinere TV-Stationen umfasst. Darüber hinaus konnten aber auch schon wichtige Referenzkunden in Norwegen, im Libanon und über die RTL-Gruppe auch in Kroatien, Ungarn und Luxemburg gewonnen werden. Im Inland ist die Software unter anderem bei der Deutschen Welle, RTL, den beiden Nachrichtensendern n-tv und N24 sowie beim internetbasierten deutschen Anlegerfernsehen und bei Deutsche Bahn TV im Einsatz.

Geschäftsentwicklung

Turbulente Vergangenheit

Nach einer tiefen Krise zu Beginn des Jahrzehnts und einem harten Sanierungskurs konnte NorCom die Erlöse seit 2003 kontinuierlich steigern und bereits seit 2004 wieder positive Ergebnisse vermelden. So erhöhte sich der Umsatz zwischen 2003 und 2006 um knapp 42 Prozent – auf zuletzt 29,9 Mio. Euro. Mit 88,5 Prozent entfiel ein Löwenteil der letztjährigen Einnahmen noch auf das angestammte Geschäft mit Beratungsleistungen und den darauf aufbauenden IT-Diensten. Hier konnte NorCom vor allem bei öffentlichen Kunden wie der Agentur für Arbeit und den Finanzverwaltungen punkten, die seit Jahren zu den wichtigsten Kunden zählen. Die Erlöse mit der NCPower-Software betragen hingegen trotz einer 40-prozentigen Zunahme noch lediglich 2,4 Mio. Euro (incl. der Wartungsumsätze).

(Mio. Euro)	2003	2004	2005	2006
Umsatz	21,1	23,2	24,8	29,9
EBITDA	0,5	3,4	3,2	2,6
EBIT	-3,0	3,0	2,7	1,8
Jahresüberschuss	-3,7	1,2	1,0	2,5

Geschäftsentwicklung des NorCom-Konzerns; Quelle: NorCom

Ergebnisbelastung durch Investitionen ins Produktgeschäft

Bei den Gewinnkennzahlen wirkten sich demgegenüber die forcierten Aktivitäten im Bereich der Produktentwicklung (NCPower) sowie beim Vertrieb in den letzten beiden Jahren noch belastend aus, so dass das EBIT von 3,0 Mio. Euro im Jahr 2004 auf 1,8 Mio. Euro im letzten Jahr zurückging. Dazu beigetragen hat allerdings auch der Einbruch bei der 51-prozentigen Tochter Value & Risk, die noch 2004 mit einer Nettorendite von rund 18 Prozent als Ertragsperle des Konzerns gegläntzt hatte und nun durch den Verlust von wichtigen Mitarbeitern einen kräftigen Umsatz- und Gewinneinbruch verbuchen musste. Durch die Aktivierung von latenten Steuern wirkten sich diese Effekte allerdings nicht auf den Jahresüberschuss aus, der im letzten Jahr trotz des zurückgehenden operativen Ergebnisses auf 2,5 Mio. Euro ausgeweitet wurde.

Fortsetzung im laufenden Jahr

In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres haben sich die letztjährigen Trends – teilweise verstärkt – fortgesetzt: Das Geschäft mit NCPower expandiert mit erhöhter Geschwindigkeit, die Meldungen über neue Abschlüsse häufen sich und eine Verdopplung des Bereichsumsatzes ist zu erwarten. Auch die bei der AG selbst angesiedelten Consulting- und IT-Service-Aktivitäten in Deutschland laufen zufrieden stellend. Dafür hat sich die Schwäche bei Value & Risk als nachhaltiger als zunächst vermutet herausgestellt, so dass ihr Umsatzbeitrag von 7,5 auf 4,1 Mio. Euro abgenommen hat. Auch die norwegische Tochtergesellschaft, die Norske Systemarkitekter AS (NAS) aus Oslo, konnte im laufenden Jahr noch nicht an die Vorjahre anknüpfen und musste zum 30.09. einen rund 8-prozentigen Erlösrückgang auf 5,9 Mio. Euro ausweisen. In Summe erhöhte sich der Konzernumsatz aber um knapp ein Prozent auf 20,3 Mio. Euro. Beim Ergebnis konnte der negative Beitrag von Value & Risk (EBIT von -1,1 Mio. Euro) nicht gänzlich kompensiert werden, so dass vor Steuern und Zinsen ein negatives Konzernergebnis von -0,9 Mio. Euro angefallen ist.

Reger Auftragseingang

Dass diese Gewichtsverschiebung zugunsten des Produktgeschäfts anhalten wird, lässt sich nicht zuletzt anhand des weiterhin regen Auftragseingangs für NCPower erkennen. So konnte Ende November eine weitere Order aus Russland gemeldet werden, die größte im bisherigen Jahresverlauf. Es handelt sich hierbei um den Kultursender KULTURA, der über Kabel und Satellit in ganz Russland zu erreichen ist und nach Angaben von NorCom eine Reichweite von 100 Mio. Zuschauern hat. Darüber hinaus wurden im Herbst ein Regionalsender aus

Murmansk sowie Outpro, ein neuer deutscher Spartensender (Sendestart Ende 2007) mit dem Themenschwerpunkt Outdoor-Aktivitäten, als Kunden gewonnen. Aber auch im klassischen Geschäft konnten mit der Bundesagentur für Arbeit sowie der Deutschen Bahn wichtige (Folge-)Aufträge akquiriert werden.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von NorCom ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 11,5 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 4,1 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelbare Wert für den Betafaktor wegen der fehlenden Korrelation der NorCom-Aktie zum Gesamtmarkt nicht geeignet, weswegen wir uns an fundamentalen Faktoren orientieren. In diesem Zusammenhang scheint insbesondere das projektgeprägte Consulting- und Softwaregeschäft im Finanzsektor für (Branchen-)Konjunkturschwankungen anfällig. Auch die Ausweitung der Kundenbasis auf den öffentlichen Bereich reduziert dieses Risiko nur geringfügig, wenn man das aufgrund der hohen Verschuldung zwangsläufig prozyklische Investitionsverhalten der öffentlichen Haushalte bedenkt. Ein stärkerer Diversifikationseffekt ist hingegen aus dem Einstieg in den Medienbereich zu erwarten. Dieser gilt zwar auch als konjunkturabhängig, doch sollten die oben genannten Trends (Umrüstung bestehender Studios, Entstehung neuer Spartenkanäle, IPTV, mobiles TV) für eine stetigere Nachfrageentwicklung auf dem Zielmarkt von NorCom sorgen. Darüber hinaus reduziert die nun forcierte Internationalisierung die Abhängigkeit von der Entwicklung einzelner Länder. In Summe halten wir deswegen einen Betafaktor von 1,4 für angemessen. Daraus ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 11,5 Prozent.

Erwartung für 2007

Nachdem wir in unserem letzten Update (30.08.2007) noch von einer allmählichen Verbesserung bei Value & Risk ausgingen und deswegen eine 25-prozentige Zunahme des Konzernumsatzes in den beiden letzten Quartalen prognostiziert hatten, haben sich die Sommermonate nun doch als deutlich schwächer herausgestellt. Da sowohl Value & Risk als auch NSA im dritten Quartal im Vorjahresvergleich Erlöseinbußen hinnehmen mussten, lag auf Dreimonatsbasis auch der Konzernumsatz unter dem Vorjahreswert. Obwohl das Management in der Zwischenmitteilung zum dritten Vierteljahr ein stärkeres Schlussquartal in Aussicht gestellt hat, dürfte trotzdem unsere bisherige Prognose nicht mehr erreicht wer-

den. Da zudem bereits das vierte Quartal im Vorjahr besonders stark war, unterstellen wir vorsichtshalber für die Monate Oktober bis Dezember Erlöse in etwa auf dem Vorjahresniveau. Damit liegt unsere Erwartung für den Jahresumsatz 2007 nun bei 29,6 Mio. Euro. Beim Ergebnis wird der bisherige Verlust nach unserer Einschätzung nicht mehr kompensiert werden können, so dass wir nur mit einer teilweisen Rückführung des 9-Monatsfehlbetrages rechnen. Nach Zinsen, Steuern und der Verrechnung mit den Minderheitsanteilen schätzen wir das Jahresergebnis auf knapp -0,7 Mio. Euro.

Prognose für die Folgejahre

Die Erwartungen für die Folgejahre halten wir demgegenüber für nach wie vor begründet, zumal der zukunftsreichste Bereich NCPower, der in den Prognosen die entscheidende Rolle spielt, sich bereits im laufenden Jahr sehr positiv entwickelt. Deswegen lassen wir die unterstellten Wachstumsraten weitgehend unverändert, für 2008 gehen wir sogar aufgrund der niedrigeren Basis von einer um fünf Prozentpunkte höheren Expansionsgeschwindigkeit aus. Absolut betrachtet liegt allerdings sowohl die Umsatzerwartung für 2008 als auch für die Folgejahre nun unter den bisherigen Ansätzen (bedingt durch die niedrigere Basis in 2007). Auch unsere Annahmen hinsichtlich der Margenentwicklung gestalten wir nun etwas zurückhaltender. Nach dem im laufenden Jahr nicht mehr zu vermeidendem Verlust unterstellen wir für 2008 und 2009 nun einen etwas langsameren Anstieg der Profitabilität. Hiermit reagieren wir auf den im dritten Quartal auch bei der AG und somit in den derzeit dynamischen Geschäftsbereichen angefallenen EBIT-Verlust. In Summe ergeben unsere modifizierten Annahmen den folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoerträge (Mio. EUR)	29,60	37,00	44,40	52,39	61,30	70,49	77,54	85,30
Wachstum		25,0%	20,0%	18,0%	17,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	-2,3%	3,0%	4,0%	5,1%	4,9%	4,7%	4,5%	4,5%
Gewinn (Mio. EUR)	-0,68	1,11	1,78	2,67	3,00	3,31	3,49	3,84
Gewinnwachstum			60%	50%	12%	10%	5%	10%

Fairer Wert 2,83 Euro je Aktie

Im Anschluss an die in der Tabelle abgebildete Periode rechnen wir unverändert mit einer „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent. Auf dieser Grundlage sehen wir den Ertragswert von NorCom von bei 30,0 Mio. Euro bzw. bei 2,83 Euro je Aktie. Da der Verlust im dritten Quartal vermutlich auch mit Liquiditätsabflüssen verbunden war, verzichten wir aus Vorsichtsgründen auf die bislang vorgenommene Addition des nicht betriebsnotwendigen Kapitals, dessen Höhe wir derzeit nicht zuverlässig genug schätzen können. Trotz dieser Einschränkungen bedeutet der von uns ermittelte faire Wert ein aktuelles Kurspotenzial von 67 Prozent.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

NorCom verfügt mit NCPower über ein attraktives Produkt, mit dem sich die Gesellschaft einen wachstumsstarken Markt erschlossen hat. Die zahlreichen Auftragseingänge und die dynamische Entwicklung des Segmentumsatzes bestätigen den eingeschlagenen Kurs und rechtfertigen die hierzu in Kauf genommenen erhöhten Vertriebs- und Entwicklungsaufwendungen. Leider werden diese positiven Aspekte derzeit von der unbefriedigenden Geschäftsentwicklung bei zwei Tochterunternehmen überschattet. Insbesondere die Neupositionierung der Frankfurter Value & Risk AG scheint nun länger zu dauern und kostspieliger zu werden als von uns zuerst angenommen. Aus diesem Grund haben wir unser Prognosemodell überarbeitet und deutlich konservativer ausgestaltet. Nichtsdestotrotz signalisiert es immer noch ein hohes Kurspotenzial von fast 70 Prozent. Deswegen und aufgrund der nach unserer Einschätzung unverändert überzeugenden Zukunftsperspektiven bestätigen wir unser Urteil und stufen die NorCom-Aktie weiterhin als einen „Kauf“ ein.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
30.08.2007	2,05 Euro	Kaufen
24.04.2007	2,88 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.