

november AG

Stärken und Chancen

- **Neustart nach Sanierung:** Nach zwei Krisenjahren konnte november mit den jüngsten Kapitalmaßnahmen die Sanierungs- und Restrukturierungsphase weitgehend abschließen. Mit einem neuen Management und einem überarbeiteten Geschäftsmodell steht die Gesellschaft nun vor einem Neuanfang.
- **Mittelstandsholding im Diagnostikbereich:** Statt riskanter biotechnologischer Neuentwicklungen setzt november nun auf erfahrene Anbieter aus dem Forschungs- und Diagnostikbereich, die zu einem schlagkräftigen Verbund zusammengebracht werden sollen.
- **Erstes Halbjahr profitabel:** In der ersten Jahreshälfte 2009 konnte die wichtigste operative Tochter PROGEN ein positives Ergebnis erwirtschaften. Durch außerordentliche Erträge liegt der Konzerngewinn sogar auf Rekordniveau.

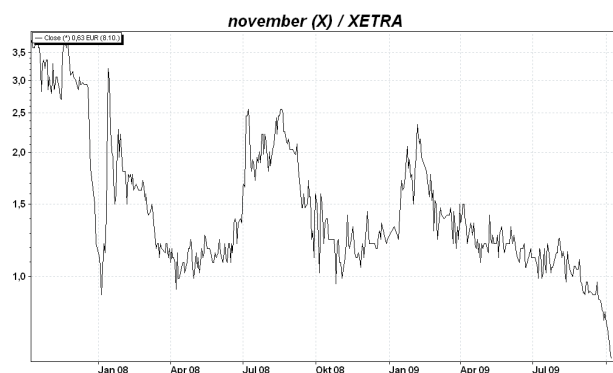
Schwächen und Risiken

- **Akquisitionsstrategie erhöht Risiko:** Der angestrebte Aufbau eines Beteiligungsportfolios impliziert zahlreiche Übernahmen, die erfahrungsgemäß mit erhöhten Risiken einhergehen.
- **Schmale Kapitaldecke:** Die Kapitalausstattung ist ungeachtet der erzielten Sanierungsfortschritte noch gering und bietet kaum Puffer gegen eventuelle Rückschläge.

Geschäftsjahr	2008	2009e	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	8,1	5,8	5,8	7,0	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-4,8%
Umsatzwachstum	-	-28,0%	0,0%	20,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	-0,7	0,4	0,5	0,6	CAGR EpS 08-11 (e)	-
EBIT-Marge	-9,2%	6,90%	8,6%	8,6%		
EpS	-0,26	0,04	0,05	0,08	Enterprise Value (Mio. Euro)	8,7
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro), 30.06	-2,7
KUV	0,37	0,51	0,51	0,43	EV / Umsatz 09 (e)	1,5
KGV	-	17,0	12,8	7,7	EV / EBIT 09 (e)	21,9
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	-

Spekulativ kaufen (Ersteinschätzung)

Kursziel **1,88 Euro**
Aktueller Kurs **0,63 Euro (Xetra)**



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,97	1,24	2,34
Tief (Euro)	0,63	0,63	0,63
Performance	-35,0%	-36,3%	-58,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	4.411	4.594	3.580

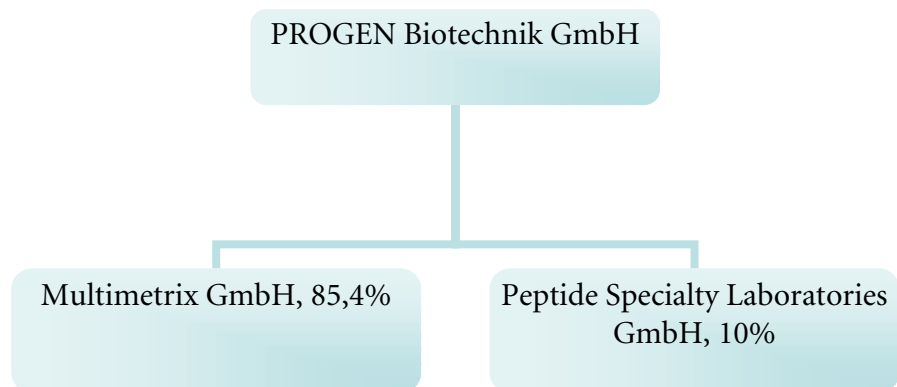
Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0Z24E9 / A0Z24E
Branche	Diagnostik, Biotechnologie
Sitz der Gesellschaft	(zukünftig) Köln
Internet	www.november.de
Ausgegebene Aktien	ca. 4,68 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	April 2000
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	3,0 Mio. Euro
Free Float	ca. 26 %
Rechnungslegung	IFRS

Unternehmensprofil

Beteiligungsgesellschaft vor Neuanfang

Die november AG ist eine Beteiligungsgesellschaft, die sich auf die Diagnostik in der Medizin sowie in der medizinischen und biotechnologischen Forschung spezialisiert hat. Nach einer seit der Erstnotiz andauernden Phase der Forschung und Entwicklung sowie mehrfachen Wechseln im Management geriet die Gesellschaft Anfang 2006 in eine Existenz gefährdende Krise, die erst mit dem Vollzug umfangreicher Um- und Entschuldungsmaßnahmen überwunden werden konnte. In der Zwischenzeit wurde ein Insolvenzverfahren eingeleitet und wieder aufgehoben, die Führungsmannschaft ausgetauscht, die meisten Beteiligungen wurden veräußert und tiefgreifende Kapitalmaßnahmen ergriffen. Danach hat sich das Unternehmen stabilisiert und steht mit einem komplett ausgewechselten Team vor einem Neuanfang. Dabei soll die Gesellschaft als eine reine Beteiligungs- und Verwaltungsholding positioniert werden, die für ihre Portfoliounternehmen Aufgaben wie Marketing, Internet, Finanzen und Graphikdesign übernimmt, das operative Geschäft aber weitestgehend ihnen überlässt. Um diese zentralen Funktionen angemessen erfüllen zu können, wurden zuletzt bereits weitere Mitarbeiter am neuen Unternehmenssitz in Köln eingestellt.



PROGEN Biotechnik GmbH

Die wichtigste Beteiligung stellt derzeit die PROGEN Biotechnik GmbH aus Heidelberg dar, die ihrerseits Anteile an zwei weiteren Unternehmen hält (siehe obiges Schaubild). Die Gesellschaft segmentiert ihre Aktivitäten in drei Geschäftsbereiche, mit einem Schwerpunkt auf Diagnostika für diverse Infektionskrankungen sowie auf Reagenzien (z.B. Antikörper) zur Analyse in den Bereichen Zellbiologie, Pathologie und biomedizinische Forschung. Darüber hinaus entwickeln die Heidelberger im Auftrag von Forschungsinstituten so genannte Vektoren (z.B. Proteine), die zur Genanalyse und Gentherapie eingesetzt werden. Das Unternehmen, das erst im Dezember 2007 mittels einer Sachkapitalerhöhung von dem damaligen Vorstand eingebracht wurde, hat mit ca. 30 Mitarbeitern im letzten Geschäftsjahr 2008 7,8 Mio. Euro umgesetzt und handelsrechtlich ein ausgeglichenes Ergebnis erzielt (nach einem Fehlbetrag von 0,7 Mio. Euro im Jahr 2007).

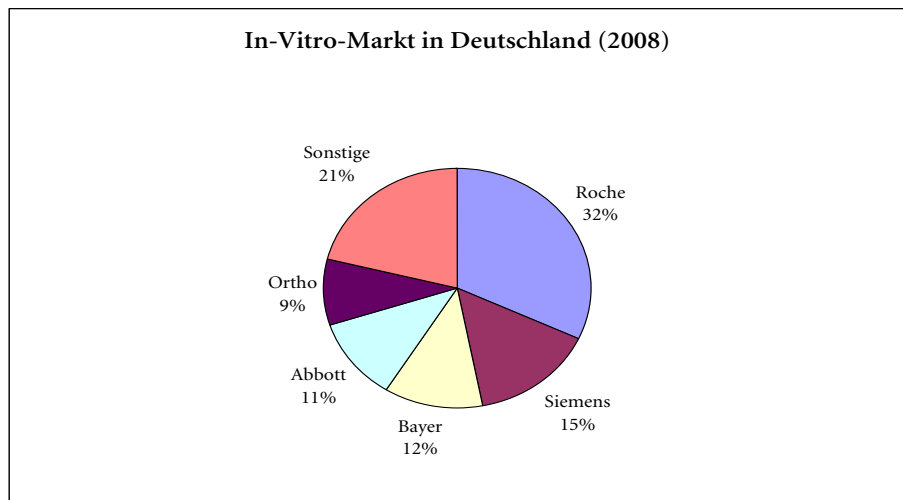
Multimetrix GmbH

An der zentralen Stelle innerhalb des PROGEN-Produktportfolios stehen komplette Analysesysteme auf Basis der Luminex-Technologie des gleichnamigen amerikanischen Herstellers. Die Systeme bestehen aus Hardware, Software und den dafür geeigneten Reagenzien und ermöglichen eine simultane Bestimmung von bis zu 100 Parametern in einer einzelnen Probe. Die entsprechenden Luminex-Lizenzen hält die 85,4-prozentige PROGEN-Tochter Multimetrix GmbH, während die Vertriebs-, Support- und Serviceaktivitäten von PROGEN selbst abgewickelt werden. Das Angebot enthält u.a. Komplettlösungen für den Antikörpernachweis von Infektionserregern wie Borrelia oder FSME. Dementsprechend umfasst die Kundendatei Diagnostiklabors in Human- und Veterinärmedizin, die pharmazeutische Industrie sowie Forschungslabore. Aber auch die Nahrungsmittelindustrie ist ein potenzieller Kunde für diese schnelle und kostengünstige Technologie, um damit Qualitätskontrollen durchzuführen.

Markt und Strategie

Großes Marktpotenzial

Mit der Fokussierung auf die biomedizinische Diagnostik und Forschung adressiert november einen Markt, dessen weltweites Volumen auf ca. knapp 30 Mrd. US-Dollar geschätzt wird (BBC, Bezugsjahr 2006, sämtliche Angaben beziehen sich auf In-Vitro-Diagnostik (= außerhalb eines lebenden Organismus)). Hier von entfielen im letzten Jahr 2,1 Mrd. Euro auf Deutschland, ein Anstieg von 2,5 Prozent gegenüber 2007. Nach Schätzungen des VDGH (Verband der Diagnostica-Industrie) dürfte auch für die laufende Periode mit einer leichten Steigerung um 1,5 Prozent zu rechnen sein. Der Löwenanteil der Branchenerlöse wird mit Reagenzien erzielt, das Geschäft mit Testgeräten und damit verbundenen Dienstleistungen trug 2008 nur knapp 12 Prozent zum Umsatz bei.



Quelle: VDGH

Dominanz großer Wettbewerber

Der deutsche Markt für In-Vitro-Diagnostik (IVD) wird von fünf großen Unternehmen beherrscht, die zusammen knapp 80 Prozent der Umsätze für sich beanspruchen (siehe obige Graphik). Allein der Branchenprimus Roche sowie Siemens decken zusammen fast die Hälfte des Marktes ab. Die restlichen 20 Prozent verteilen sich über 50 kleinere Gesellschaften, die sich oft auf einzelne Indikationen oder Anwendungen beschränken. Durch diese hohe Wettbewerberzahl sind signifikante Umsatzsteigerungen zunächst ausschließlich durch Anteilsgewinne zulasten von Wettbewerbern bzw. über Akquisitionen möglich. Weiteres Potential ergibt sich allerdings durch die Entwicklung flexibler marktnaher Lösungen, durch Kooperationen (z.B. mit Medizinischen Versorgungszentren) sowie dynamische mittelstandsorientierte Ansätze, die von den Branchenriesen nicht oder nur mit erheblichen Zeitverzögerungen nachvollzogen werden können.

Zweiter Zielmarkt Life Science Research

Allerdings stellt der Diagnostikbereich, in dem hauptsächlich Labore beliefert werden, nur einen Teil des adressierten Marktes. Volumenmäßig zwar deutlich geringer, dafür teilweise aber mit ungleich höheren Margen, ist das Geschäft mit Forschungsinstituten, das november ein starkes zweites Standbein liefert. Das Volumen des Marktes für Produkte und Dienstleistungen zur Unterstützung der Forschungsaktivitäten wird von der Arbeitsgruppe LSR (Life Science Research) des VDGH auf weltweit 18,8 Mrd. Euro geschätzt, rund 1,4 Mrd. Euro davon entfallen auf Deutschland. Insgesamt zählen hierzulande 107 Unternehmen mit etwa 7.500 Beschäftigten zum Sektor.

Aufbau einer Mittelstandsholding

Um sich in den adressierten Märkten zu behaupten, soll explizit eine offensive Akquisitionsstrategie beschritten werden. Hierfür hat november die zahlreichen Nischenplayer als potenzielle Akquisitionsziele im Visier, die in den letzten Jahrzehnten oftmals aus dem universitären Umfeld gegründet worden sind, für ihre spezialisierten Produkte über gestandene Kundenbeziehungen verfügen und auf dieser Basis solide Umsatz- und Gewinnzahlen erwirtschaften. In vielen Fällen steht die Gründergeneration hier unmittelbar vor dem Pensionsalter, auch fehlt es dem einen oder anderen Konkurrenten an betriebswirtschaftlichen Kenntnissen, um abseits der etablierten Kundenkontakte das Geschäft weiter zu entwickeln. Diese Situation will november nutzen und solche Kandidaten für die Einbindung in die Konzernstruktur gewinnen. Die Gesellschaften sollen dabei weiterhin als selbständige Einheiten erhalten bleiben (eine wichtige Grundbedingung einiger potenzieller Verkäufer) und lediglich bei zentralen Funktionen wie Marketing, Vertrieb, PR, Internetshop und natürlich bei Finanzierungsfragen von der Holding unterstützt werden. Darüber hinaus will november den gegenseitigen Know-how-Austausch zwischen den Konzerntöchtern fördern und so Synergien herstellen und nutzen. Um diesbezüglich entsprechend walten zu

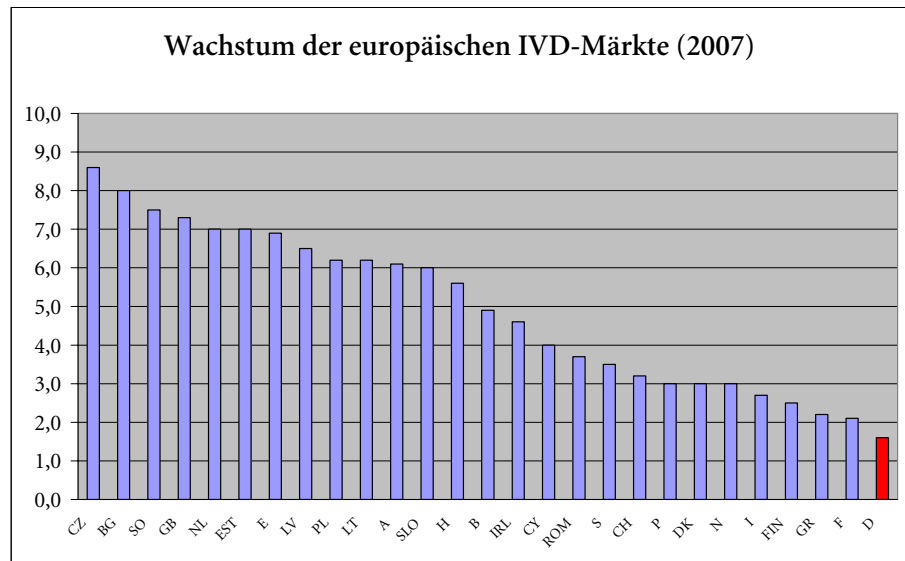
können, wird in allen Fällen eine Mehrheitsbeteiligung angestrebt, wobei als Akquisitionswährung zumindest teilweise auch auf Aktien der november AG zurückgegriffen werden soll.

Expansion entlang der Wertschöpfungskette

Dabei sollen nicht nur Zulieferer von Diagnostika und von Zubehör zugekauft werden, sondern auch spezialisierte Labore selbst, um mit ihnen die gesamte Wertschöpfungskette im diagnostischen Bereich abzudecken. Als eine mögliche Dienstleistung, die die Konzerngesellschaften synergetisch anbieten könnten, nennt das Management das gesamte Gebiet der Dispositionsgenetik, mit der die genetische Veranlagung für bestimmte Krankheiten analysiert wird. Allerdings ist november mit der Idee, sich aktiv an der Konsolidierung des deutschen Labormarktes zu beteiligen, nicht allein. Presseberichten zufolge rollt bereits seit über einem Jahr eine richtige Übernahmewelle durch die Branche, wobei die Rolle der Aufkäufer hauptsächlich von Finanzinvestoren wahrgenommen wird. Im Zuge dessen ist die Anzahl der medizinischen Labore in Deutschland bereits von 700 auf 630 zurückgegangen, mit weiter fallender Tendenz.

Internationalisierung

Ein zentrales Element der Expansionsstrategie soll zudem die forcierte Internationalisierung des Geschäfts bei bestehenden und künftigen Beteiligungen sein. Angesichts der verhältnismäßig geringen Unternehmensgröße soll hierbei ein besonderer Schwerpunkt auf den Aufbau und Betrieb professioneller Internetpräsenzen gelegt werden. So kann PROGEN über den Internetshop bereits heute überdurchschnittlich viele ausländische Kunden erreichen, die im Offlinevertrieb für ein Unternehmen dieser Größe nur mit einem unverhältnismäßig hohen Aufwand akquirierbar gewesen wären. So entfällt Unternehmensangaben zufolge von den aktuellen Onlineumsätzen in hoher fünfstelliger Höhe pro Monat der Löwenanteil auf Bestellungen unter anderen aus den USA und Japan, während das sonstige Geschäft nach wie vor von einheimischen Kunden dominiert wird (2008 lag der Exportanteil bei rund 30 Prozent). Mit der forcierten Internationalisierung soll aber nicht nur die Kundenbasis verbreitert werden, sondern es sollen auch deutlich wachstumsträchtigere Märkte als der deutsche für die Verbundunternehmen eröffnet werden. Wie der nachstehenden Gegenüberstellung zu entnehmen ist, belegt gerade der deutsche IVD-Markt das Ende der europäischen Wachstumsrangliste. Andere Länder und hier insbesondere die neuen EU-Mitglieder weisen hingegen Zuwachsraten auf, die um ein Mehrfaches über den deutschen Werten liegen. Aber auch in Großbritannien, Spanien und in den Niederlanden expandieren die Diagnostikmärkte noch mit einer deutlich höheren Dynamik.



Quelle: VDGH

Verzicht auf riskante und teure F&E-Projekte

Mit der Konzentration auf etablierte wachstumsstarke Unternehmen distanziert sich november eindeutig von dem früheren Ansatz, sich bei Gesellschaften in einer frühen Entwicklungsphase zu engagieren und dort auf den positiven Ausgang der F&E-Aktivitäten zu setzen. Diese Strategie war letztendlich von zu vielen Fehlschlägen und einem zu hohen Verbrauch finanzieller Ressourcen geprägt. Deswegen sollen zwar vielversprechende, doch über lange Zeiträume vorzufinanzierende Projekte (wie etwa die zum Jahresende veräußerte Technologie zum Plagiatschutz auf DNA-Basis) wegen der damit verbundenen finanziellen Unwägbarkeiten nicht mehr angegangen werden. Der damit vollzogene Geschäftsfeldwechsel vom Venture Capitalisten zu einer Beteiligungs- und Mittelstandsholding kommt auch in der Absicht zum Ausdruck, die Beteiligungen dauerhaft einzugehen und nicht auf einen Exit in relativ kurzer Frist zu setzen. Dadurch will das neue Management die für Beteiligungsunternehmen typische Abhängigkeit vom Börsenzyklus vermeiden.

Geschäftsentwicklung

Sanierungs- und Restrukturierungsphase vor Abschluss

Die oben genannten Fehlentwicklungen der vergangenen Jahre haben sich bilanziell in einem kumulierten Konzernbilanzverlust von 63,6 Mio. Euro niedergeschlagen, weswegen das bilanzielle Eigenkapital zum Ende des letzten Jahres mit -5,6 Mio. Euro negativ war. Eine erneute Insolvenz konnte nur durch den Rangrücktritt wesentlicher Darlehensgeber abgewendet werden. Um aus dieser Situation herauszukommen, wurde zuletzt eine Kapitalherabsetzung (auf ein Drittel) vollzogen. Insgesamt konnte durch die Restrukturierungsmaßnahmen sowie die Beteiligungsverkäufe die Höhe des negativen Eigenkapital bis zum 30.6.2009

bereits auf EUR 2,6 Mio. reduziert werden, während auf der Ebene der november AG über umfangreiche Rangrücktritte der Hauptaktionäre eine Überschuldungssituation vermieden wird. Durch die Kapitalherabsetzung eröffnen sich nun weitere Möglichkeiten, um die Kapitalbasis über Bareinlagen weiter zu stärken.

Umstrukturierung der Finanzverbindlichkeiten

Die Hauptaktionäre Camkam Invest S.a.r.l. und alpha capital Management GmbH haben im Rahmen der laufenden Sanierung und Restrukturierung eine erhebliche Bedeutung gehabt. Dies drückte sich in der erfolgreich umgesetzten Restrukturierung der Finanzverbindlichkeiten aus. So haben Camkam und alpha die bisherigen und teilweise mit Rangrücktritt belegten Finanzierungen übernommen, Zins- und Darlehensverzichte erklärt sowie zusätzliche Rangrücktritte eingeräumt. Erst auf dieser Basis konnte das Überleben der november-Gruppe gesichert und die gesamten Verbindlichkeiten im Jahr 2008 um rund 3 Mio. Euro auf knapp 11 Mio. Euro zurückgeführt werden. Bis Ende Juni wurde eine weitere Reduzierung auf 7,7 Mio. Euro umgesetzt. Die kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten, die kritischste Größe, konnte sogar gegenüber Ende 2007 um rund 50 Prozent auf 5,2 Mio. Euro reduziert werden.

Fokussierung auf Kernaktivitäten

Parallel zu den Kapital- und Finanzierungsmaßnahmen und als weiterer Schritt zum Schuldenabbau hat sich november in den letzten anderthalb Jahren von zwei seiner Beteiligungen getrennt (PEQLAB GmbH und identif GmbH), um damit liquide Mittel zu generieren bzw. um Verlustbringer abzustoßen. Insgesamt wurden damit Firmen mit einem kumulierten Quartalsumsatz (Q2 2008) von 3,2 Mio. Euro entkonsolidiert; weitere unwesentliche oder operativ nicht mehr tätige Gesellschaften befinden sich aktuell in der Liquidation oder in der Insolvenz. Hieraus sind keine weiteren Ergebniseffekte mehr zu erwarten. Schließlich wurden auch die Entwicklungsarbeiten an einem Analyseset zur laborunabhängigen DNA-Untersuchung, mit dem Ärzte direkt in der Praxis solche Tests hätten durchführen können, wegen der noch nicht absehbaren Marktreife eingestellt und die dafür zuständige Tochter directif GmbH auf PROGEN Biotechnik verschmolzen. Auch die zentralen Mitarbeiter von directif wurden von PROGEN übernommen, so dass das Know-how innerhalb des Unternehmens gehalten werden konnte.

Gewinn durch Sondereffekte

Die Sanierungsbemühungen haben im ersten Quartal 2009 ein positives Ergebnis von 2,25 Mio. Euro ermöglicht, das somit fast exakt dem im Vorjahresvergleich nahezu unveränderten Umsatz aus fortzuführenden Geschäftsbereichen von 2,27 Mio. Euro (davon 2,2 Mio. bei PROGEN) entsprach. Entscheidend dafür waren zwei Sondereffekte. Zum einen konnten Darlehensverzichte der neuen Investoren ergebniswirksam verbucht werden (1,39 Mio. Euro) und zum anderen erhielt PROGEN eine Entschädigungsleistung in Höhe von 1,2 Mio. Euro von einem Lieferanten (Axis-Shield), der die bestehende Vertriebsvereinbarung vor-

zeitig gekündigt hatte. Die Kündigung betraf ein breites Sortiment an patienten-nahen Diagnostikprodukten (z.B. Blutzuckermessgeräte), die PROGEN bisher vertrieben hat und die für 40 bis 50 Prozent des Umsatzes verantwortlich waren. Infolge der Kündigung musste die französische PROGEN-Tochter, die sich ausschließlich auf den Vertrieb dieser Produkte spezialisiert hatte, ebenfalls Insolvenz anmelden.

Im ersten Halbjahr profitabel

Dass PROGEN den Wegfall der Axis-Shield-Erlöse dennoch gut verkraften konnte, zeigte die Entwicklung im zweiten Quartal 2009, in dem die Gesellschaft trotz des im Vorjahresvergleich deutlich reduzierten Umsatzes profitabel blieb. Bei Umsätzen aus fortgeführten Geschäftsbereichen von 1,35 Mio. Euro (nach 1,87 Mio. Euro im Vorjahr), lag das Quartals-EBT bei 0,75 Mio. Euro. Allerdings haben dazu auch hohe sonstige betriebliche Erträge beigetragen, in die auch im zweiten Vierteljahr Darlehensverzichte sowie Teile der Kompensationszahlung durch Axis-Shield eingeflossen sind. In Summe der ersten sechs Monate wurden damit 3,6 Mio. Euro umgesetzt und ein positives Ergebnis von 3 Mio. Euro erzielt. Neben der damit einhergehenden Reduktion des negativen Eigenkapitals auf nur noch -2,6 Mio. Euro konnte auch die Liquiditätsausstattung deutlich verbessert werden, so dass sich der Bestand an liquiden Mitteln zum Stichtag 30.06. auf 1,1 Mio. Euro erhöht hat.

Bewertung

Ertragswertmodell

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

Diskontierungszins nach CAPM 9,8 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,0 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für das Beta wegen der sehr geringen Korrelation der november-Aktie zum Gesamtmarkt nicht aussagekräftig. Als Maß für das systematische Risiko orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren, die sich zum jetzigen Zeitpunkt hauptsächlich auf das Geschäft von PROGEN beziehen. Und hier hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass die Gesellschaft trotz der Verankerung in dem relativ wenig konjunkturanfälligen Gesundheitsmarkt dennoch ausgesprochenen Schwankungen ihrer Einnahmen und Ergebnisse ausgeliefert ist. Dies liegt vor allem in der Kombination der relativ geringen Unternehmensgröße und des Projektcharakters wichtiger Aufträge aus dem Forschungsbereich begründet. Insgesamt halten wir deswegen einen moderaten Aufschlag zum Marktportfolio

für angemessen und taxieren den Betafaktor auf 1,3. Auf Basis dieser Annahmen ergibt sich ein Eigenkapitalkostensatz von 9,8 Prozent.

Grundannahmen des Schätzmodells

Die Umsatz- und Ertragsannahmen, die unserer Wertabschätzung zugrunde liegen, beziehen sich derzeit auf die hundertprozentige Tochter PROGEN, auf die fast sämtliche Konzerneinnahmen entfallen. Da PROGEN selbst zuletzt einen massiven Wandel unterworfen war, in dessen Folge beispielsweise im ersten Quartal die vertragliche Basis für die Hälfte des bisherigen Umsatzvolumens weggebrochen ist, bietet der Rückgriff auf Vergangenheitswerte kaum verlässliche Hinweise auf die Kosten- und GuV-Struktur. Insofern stellen unsere aktuellen Schätzungen lediglich die erste Annäherung an den künftigen Geschäftsverlauf von PROGEN dar. Explizit nicht enthalten sind in dem unteren Modell die außergewöhnlichen Erträge, die im ersten Quartal dieses Jahres für einen Rekordkonzerngewinn gesorgt haben. So erfreulich dieser auch war, er stellt eine außerordentliche Größe dar, die in unseren Modellen standardmäßig keine Berücksichtigung findet. Ebenso wenig sind in unseren Schätzungen die Umsatz- und Ergebnisbeiträge künftiger Akquisitionen enthalten. Auch wenn diese erklärtermaßen zum Geschäftsmodell dazugehören und auch wenn nach Unternehmensangaben eventuell noch in diesem Jahr erste Abschlüsse gemeldet werden könnten, lassen sich solche Effekte ohne detaillierte Angaben kaum seriös in ein Schätzmodell integrieren. Insofern stellen die Wertzuwächse künftiger Akquisitionen ein weiteres Potenzial dar, das in unserem fairen Wert nicht zum Ausdruck kommt.

Überdurchschnittliches Wachstum

Für die laufende Periode unterstellen wir einen Umsatz von 5,8 Mio. Euro und damit fast 30 Prozent weniger als 2008. Ursächlich für diesen Rückgang ist der Wegfall der Axis-Shield-Umsätze ab März 2009, die bis dato rund die Hälfte der PROGEN-Erlöse ausgemacht haben. Dieser Effekt dürfte unseres Erachtens auch noch 2010 nachwirken und die sonstige Expansion konterkarieren. Deswegen rechnen wir erst ab 2011 mit der Erreichung bisheriger Umsatzniveaus, wobei wir dem Unternehmen unter der neuen Holding durchaus zutrauen, deutlich stärker als der Markt zu wachsen. Insbesondere der Bereich der Multiplexen Testsysteme auf Basis der Luminex-Technologie weist hier beträchtliches Out-performance-Potenzial auf. So hat Luminex selbst zwischen 2006 und 2008 die Zahl der weltweit verkauften Geräte um rund 50 Prozent gesteigert, während PROGEN den Umsatz mit entsprechenden Reagenzien im gleichen Zeitraum fast verdreifachen konnte. Besonders erfolgreich waren die Heidelberger dabei mit ihrem Nachweis-Set für die u.a. von Zecken übertragenen Borreliose-Infektionen, mit dem im letzten Jahr bereits fast 400 Tsd. Euro umgesetzt wurden (nach 110 Tsd. Euro vor zwei Jahren). Vor diesem Hintergrund und angesichts der immer erfolgreichereren Internationalisierungsbemühungen (vor allem via Onlineshop) halten wir Wachstumsraten von bis zu 20 Prozent ebenso für erreichbar wie die unterstellte Zielumsatzrendite von 6,5 Prozent. Insgesamt

gehen wir für die kommenden acht Jahre von dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf aus:

Ertragswertmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	5,8	5,8	7,0	8,4	10,0	11,5	12,7	13,9
Erlöswachstum		0,0%	20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	5,0%	4,2%	5,5%	6,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Gewinn (Mio. Euro)	0,29	0,24	0,38	0,50	0,65	0,75	0,82	0,91
Gewinnwachstum		-16%	57,1%	30,9%	30,0%	15,0%	10,0%	10,0%

*Fairer Wert 1,88 Euro je
Aktie*

Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum unterstellen wir ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2,0 Prozent. Hieraus resultiert ein Unternehmenswert von 8,8 Mio. Euro. Umgerechnet auf die neue Aktienzahl nach dem Kapitalschnitt ergibt das 1,88 Euro je Aktie, rund 200 Prozent über dem aktuellen Kurs.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

Die november AG hat eine lang anhaltende, existenzbedrohende Krise überstanden und versucht nun mit völlig neuem Team und einem rundum erneuerten Geschäftsmodell einen Neustart. Ihr wichtigstes Asset stellt aktuell die 100-prozentige Beteiligung PROGEN dar, die seit 20 Jahren im Diagnostikmarkt aktiv und dort in mehreren Nischen fest etabliert ist. Für die Zukunft ruhen die Hoffnungen insbesondere auf ihren multiplexen diagnostischen Luminex-Testsystemen, mit denen zuletzt dreistellige Steigerungsraten erzielt wurden. Darüber hinaus plant november, das Portfolio sukzessive um weitere gestandene Nischenanbieter zu ergänzen. Auch wenn diese geplanten Akquisitionen naturgemäß noch nicht in unserem Bewertungsmodell enthalten sind, zeigt dieses allein auf Basis der angenommenen PROGEN-Entwicklungen ein sehr hohes Kurspotenzial von rund 200 Prozent. Wir stufen die sanierte november AG deswegen als einen „spekulativen 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

Telefon: + 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

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 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 pro Jahr 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
(keine)		

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 Wertsteigerung 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 der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.