

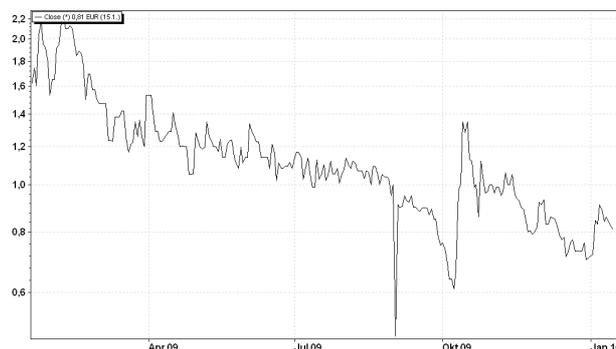
## november AG

### Zusammenfassung

- **Massive Entschuldung:** Anfang Januar konnte die Gesellschaft mit zweien ihrer Gläubiger eine Einigung über eine weitgehende Entschuldung erzielen. In deren Rahmen wurden die kurzfristigen Verbindlichkeiten um fast 75 Prozent reduziert, der damit einhergehende Ertrag aus dem Schuldenerlass (2,2 Mio. Euro) bedingt eine deutliche Erhöhung des Eigenkapitals, das damit nur noch geringfügig negativ sein dürfte.
- **Operativ solide:** Im dritten Quartal des letzten Jahres hat der Konzern zwar einen geringen Fehlbetrag erzielt, doch die zentrale operative Einheit (PRO-GEN) konnte erneut hohe Margen erwirtschaften. Trotz eines belastenden Einmaleffekts aus einem Gerichtsvergleich, der mit 200 Tsd. Euro zu Buche schlug, lag die EBIT-Marge hier bei über 9 Prozent.
- **Zukäufe in Vorbereitung:** Das Management hat Akquisitionen entlang der Wertschöpfungskette im Diagnostikgeschäft angekündigt. Wir rechnen mit ersten Abschlüssen, sobald die derzeit laufende Kapitalerhöhung abgeschlossen ist.
- **Urteil angehoben:** Durch die Erfolge bei der Entschuldung und die damit einhergehende bilanzielle Stabilisierung sehen wir nun einen zentralen Risikofaktor reduziert, weswegen wir unsere Einstufung von „Spekulativ kaufen“ auf „Kaufen“ anheben.

## Kaufen (zuvor: Spekulativ kaufen)

**Kursziel** 2,32 Euro  
**Aktueller Kurs** 0,88 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,92	1,07	2,31
Tief (Euro)	0,72	0,72	0,62
Performance	14,3%	-15,2%	-48,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	12.660	17.592	9.429

### Stammdaten

ISIN / WKN	DE000A0Z24E9 / A0Z24E
Branche	Diagnostik, Biotechnologie
Sitz der Gesellschaft	Köln
Internet	www.november.de
Ausstehende Aktien	ca. 4,68 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	April 2000
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	4,1 Mio. Euro
Free Float	ca. 26 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009e	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	8,1	5,8	5,8	7,0	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-4,9%
Umsatzwachstum	-	-28,4%	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	-9,1%	6,9%	7,8%	8,6%		
EpS	-0,26	0,06	0,07	0,10	Enterprise Value (Mio. Euro)	7,6
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	-0,5
KUV	0,51	0,71	0,71	0,59	EV / Umsatz 10 (e)	1,3
KGV	-	14,3	11,9	9,1	EV / EBIT 10 (e)	16,9
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	-

Alle Aktienangaben basieren auf der aktuellen Aktienzahl

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### *Kurzfristige Verschuldung massiv abgebaut*

Das neue Jahr begann für november gleich mit einem großen Erfolg bei der Restrukturierung der Unternehmensfinanzierung. Gemäß einer Doppelmeldung vom 7. und 11. Januar hat der Vorstand des Diagnostik-Spezialisten mit zwei seiner Kreditgeber (und Großaktionäre) weitreichende Entschuldungsvereinbarungen getroffen. Insgesamt konnte damit eine Reduktion der kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten von 5,0 Mio. Euro zum 30.09.2009 um 3,6 Mio. Euro erzielt werden. Für eine vorzeitige Tilgung in Höhe von 0,56 Mio. Euro wurden der inzwischen nach Köln umgezogenen Gesellschaft 2,2 Mio. Euro an Altschulden erlassen, der Rest des betroffenen Kreditvolumens wurde gestundet, zinsfrei gestellt und in eine langfristige Tilgung überführt.

### *Eigenkapital deutlich verbessert*

Dank der außerordentlichen Erträge aus dem Schuldenerlass erhöht sich das Eigenkapital um 2,2 Mio. Euro, so dass es rechnerisch nur noch mit 0,5 Mio. Euro im negativen Bereich liegt (nach -5,7 Mio. Euro Ende 2008). Bedenkt man zudem, dass die wichtigste operative Tochter, die PROGEN GmbH, nach neun Monaten bereits einen operativen Überschuss von 0,8 Mio. Euro erzielt hatte und unterstellt man eine vergleichbare Entwicklung auch im letzten Quartal 2009, dürfte das negative Eigenkapital zum Jahresende weiter deutlich geschrumpft sein. Darüber hinaus dürften diese Erfolge auch den Ausgang der seit November laufenden Kapitalerhöhung positiv beeinflussen, in deren Rahmen das Grundkapital um 1,56 Mio. Euro auf 6,24 Mio. Euro erhöht werden soll. Hier hat sich die hohe Verschuldung offensichtlich bislang als hinderlich erwiesen.

	Q3 2008	Q3 2009	Änderung	9M 2008	9M 2009	Änderung
Umsatz	2,06	0,92	-55,4%	6,24	4,54	-27,2%
EBIT	-0,05	-0,05	-	-0,27	3,00	-
Nettoergebnis	-0,20	-0,08	-	0,20	2,93	1.400,0%

Angaben in Mio. Euro bzw. Prozent; Quelle: Unternehmen

### *Hochprofitabel*

Ungeachtet der Bemühungen um eine Stärkung der Konzernkapitalbasis verläuft das operative Geschäft weiterhin zufriedenstellend. So konnte november im dritten Quartal 0,92 Mio. Euro umsetzen, bei einem nahezu ausgeglichenen Ergebnis. Einem positiven EBIT-Beitrag von PROGEN (86 Tsd. Euro) stand dabei ein Quartalsfehlbetrag bei der Konzernmutter gegenüber (- 136 Tsd. Euro). Dabei verweist das Unternehmen aber auf einen belastenden Sondereffekt (Prozessvergleich aus einer Patentklage), ohne den der Gewinnbeitrag von PROGEN um 200 Tsd. Euro höher ausgefallen wäre. Nichtsdestotrotz liegt der Konzern nach 9 Monaten mit 2,9 Mio. Euro im Plus, selbst nach Abzug der außerordentlichen Effekte (Schuldenerlass und Abstandszahlungen) beträgt das EBIT 0,8 Mio. Euro, fast 18 Prozent vom Umsatz.

## Ausblick

### *Akquisitionen in Vorbereitung*

Über die Tochter PROGEN dürfte november auch im laufenden Jahr solide Erträge generieren und – nicht zuletzt dank des verbesserten Onlineauftritts und des optimierten Internetshops – moderat zulegen. Allerdings dürfte das operative Wachstum noch durch einen negativen Einmaleffekt (aus dem Wegfall der Vertriebsaktivitäten für ein Distributionsprodukt im Frühjahr 2009) egalisiert werden, so dass in Summe 2010 mit in etwa gleich bleibenden Erlösen zu rechnen ist. Wann hingegen die angestrebte Expansion zu einem Full-Service-Diagnostik-Spezialisten realisiert wird, hängt vor allem am Erfolg der angekündigten Kapitalmaßnahmen. Das Management hat nach eigenen Angaben mehrere Übernahmekandidaten im Visier, so dass bei gestärkter Eigenkapitalbasis relativ schnell mit Vollzug gerechnet werden könnte.

### *Margenannahmen erhöht*

Doch für unser Schätzmodell spielen künftige Zukäufe aufgrund der damit noch verbundenen Unwägbarkeiten ohnehin keine Rolle. Und operativ sehen wir nach den Zahlen zum dritten Quartal keine Veranlassung, unsere Schätzungen in einem größeren Umfang zu modifizieren. Als einzige Anpassung haben wir die unterstellten Margen erhöht. Dies spiegelt die erneut beeindruckende Profitabilität der Tochter PROGEN wider, die – bereinigt um den negativen Sonder-effekt aus dem Gerichtsvergleich – auch im dritten Vierteljahr eine hohe zweistellige EBIT-Marge erwirtschaftet hat. Darüber hinaus beinhalteten die vereinbarten Umschuldungsabkommen auch die Zinsbefreiung für die noch ausstehenden Darlehen, gleichbedeutend mit einer Entlastung des Finanzergebnisses. In Summe stellt sich unser Schätzgerüst deswegen wie folgt dar:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Erlöse (Mio. Euro)</b>	<b>5,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,4</b>	<b>10,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,7</b>	<b>13,9</b>	<b>15,3</b>
Erlöswachstum		20,0%	20,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Nettorendite	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
<b>Gewinn (Mio. Euro)</b>	<b>0,35</b>	<b>0,45</b>	<b>0,58</b>	<b>0,75</b>	<b>0,86</b>	<b>0,95</b>	<b>1,05</b>	<b>1,15</b>
Gewinnwachstum	5,8	7,0	8,4	10,0	11,5	12,7	13,9	15,3

### *Fairer Wert 2,32 Euro je Aktie*

Unter Zugrundelegung eines Diskontierungssatzes von 9,8 Prozent (Umlaufrendite von 2,9 Prozent, Marktrisikoprämie von 5,3 Prozent und Betafaktor von 1,3) sowie einer 2-prozentigen „ewigen“ Ertragswachstumsrate ergibt das einen Unternehmenswert von 10,9 Mio. Euro bzw. 2,32 Euro je Aktie. Damit weist die Aktie gegenüber dem aktuellen Kurs ein Aufwärtspotenzial von 160 Prozent auf.

## Fazit

### *Unser Anlageurteil: „Kaufen“*

Der Diagnostik-Spezialist hat das neue Jahr mit einem weiteren Befreiungsschlag begonnen und einen umfangreichen Schuldenerlass erzielt. Damit konnte nicht nur die kurzfristige Verschuldung signifikant reduziert, sondern auch das negative Eigenkapital binnen eines Jahres um über 90 Prozent zurückgeführt werden. Eine Fortsetzung der soliden operativen Performance vorausgesetzt, dürfte der Konzern spätestens im laufenden Quartal wieder ein positives Eigenkapital aufweisen. Vor diesem Hintergrund sollte auch die Platzierung der laufenden Kapitalerhöhung leichter fallen und die Realisierung der geplanten Zukäufe ermöglichen. Insgesamt sehen wir die Gesellschaft weiterhin auf einem guten Weg. Dementsprechend signalisiert unser Bewertungsmodell nun ein erhöhtes Kursziel von 2,32 je Aktie, eine Kurschance von 160 Prozent. Da gleichzeitig mit der Entschuldung ein zentraler Risikofaktor signifikant reduziert worden ist, ändern wir unser Urteil in „Kaufen“.

## 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](mailto: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 Dipl.-Volkswirt Dr. A. 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>
12.10.2009	0,63 Euro	Spekulativ 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 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), 4)**

## 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](http://www.market-maker.de)) erstellt.