

## NorCom Information Technology AG Kaufen (unverändert)

### Zusammenfassung

- **Ergebnisschätzung übertroffen:** Im letzten Quartal 2007 hat NorCom den im 9-Monatsbericht ausgewiesenen EBIT-Verlust kompensiert und dank des positiven Finanzergebnisses und aktivierter Verlustvorträge netto sogar einen unerwartet deutlichen Überschuss von 0,9 Mio. Euro vermelden können.
- **Tochtergesellschaften belasten:** Mit diesem überraschenden Endspurt wurde das Jahr 2007, das infolge der anhaltenden Probleme bei zwei Tochtergesellschaften insgesamt enttäuschend verlaufen ist, zumindest teilweise aufgehellt. Nichtsdestotrotz musste der Konzern im Vorjahresvergleich einen Umsatz- und Ergebnisrückgang hinnehmen.
- **Steigende Bedeutung des Produktgeschäfts:** Partiiell war der gesunkene Gewinn aber auch den Investitionen in das aussichtsreiche Geschäft mit der NCPower-Software geschuldet, die sich mit einem deutlich ansteigenden Umsatzanteil des Segments zunehmend bezahlt machen.
- **Drastische Unterbewertung:** Nach dem starken Kursverfall sehen wir für die Aktie nun ein Aufwärtspotenzial von 124 Prozent.

### Aktueller Kurs

1,45 Euro

|                       |                             |
|-----------------------|-----------------------------|
| ISIN                  | DE0005250302                |
| Branche               | IT-Dienstleistung, Software |
| Sitz der Gesellschaft | München                     |
| Internet              | www.norcom.de               |
| Ausstehende Aktien    | 10,63 Mio. Stück            |
| Datum der Erstnotiz   | Oktober 1999                |
| Marktsegment          | General Standard            |
| Marktkapitalisierung  | 15,4 Mio. Euro              |
| Free Float            | ca. 57,3%                   |



Quelle: Market Maker

|                         |                          |
|-------------------------|--------------------------|
| Hoch / Tief (12 Monate) | 2,92 Euro / 1,34 Euro    |
| Performance (12 Monate) | -57,3 %                  |
| Ø-Umsatz (30 Tage)      | ca. 15,3 Tsd. Euro / Tag |

|                           | 2006        | 2007        | 2008e       | 2009e       |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Umsatz (Mio. Euro)</b> | <b>29,9</b> | <b>28,7</b> | <b>37,0</b> | <b>44,4</b> |
| Umsatzwachstum            |             | -3,9%       | 28,9%       | 20,0%       |
| <b>EpS (Euro)*</b>        | <b>0,24</b> | <b>0,09</b> | <b>0,16</b> | <b>0,20</b> |
| Gewinnwachstum            |             | -62,7%      | 76,6%       | 28,0%       |
| Dividende je Aktie        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>KGV</b>                | <b>6,1</b>  | <b>16,3</b> | <b>9,3</b>  | <b>7,2</b>  |
| <b>KUV</b>                | <b>0,52</b> | <b>0,54</b> | <b>0,42</b> | <b>0,35</b> |
| Dividendenrendite         | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%        |

\* Aktienzahl für alle Jahre einheitlich 10,63 Mio.

## Jüngste Geschäftsentwicklung

*Umsatz schwächer,  
Gewinn stärker als  
erwartet*

Wie von uns erwartet, hat Norcom im letzten Vierteljahr 2007 die Dynamik deutlich erhöht und den Dreimonatsumsatz im Vergleich zu dem – schwachen – vorangegangenen Quartal um mehr als ein Drittel gesteigert. Allerdings blieben die Erlöse dennoch hinter dem Vorjahreswert. Dies gilt auch für den Jahresumsatz, der mit 28,7 Mio. Euro um fast eine Million Euro zurückgegangen ist und im gleichen Umfang unsere Prognose unterschritten hat. Demgegenüber entwickelte sich das Ergebnis im Jahresendspurt besser als von uns zuvor geschätzt, so dass beim EBIT der nach neun Monaten ausgewiesene Verlust von 0,9 Mio. Euro noch aufgeholt und in einen minimalen Überschuss von 22 Tsd. Euro gedreht werden konnte. Zuzüglich des positiven Finanzergebnisses und der aktivierten Verlustvorträge erreichte der Gewinn sogar 0,94 Mio. Euro – rund 1,5 Mio. Euro mehr als von uns geschätzt (-0,6 Mio. Euro).

| <i>(Mio. Euro)</i> | <i>Geschäftsjahr 2006</i> | <i>Geschäftsjahr 2007</i> | <i>Änderung</i> |
|--------------------|---------------------------|---------------------------|-----------------|
| Umsatz             | 29,88                     | 28,70                     | -3,9%           |
| EBITDA             | 2,56                      | 0,73                      | -71,5%          |
| EBIT               | 1,84                      | 0,02                      | -98,8%          |
| EBT                | 2,15                      | 0,45                      | -79,3%          |
| Jahresüberschuss   | 2,53                      | 0,94                      | -62,7%          |

*Geschäftsentwicklung von NorCom; Quelle: NorCom*

*Produktgeschäft mit  
steigender Tendenz*

Nichtsdestotrotz musste Norcom im vergangenen Jahr einen herben Gewinnrückgang hinnehmen, der vor allem durch die operativen Probleme bei der Tochter Value & Risk verursacht wurde. Diese verzeichnete infolge des Verlustes von führenden Mitarbeitern und der daraufhin eingeleiteten Neuausrichtung einen um fast 40 Prozent reduzierten Umsatz (von 10,9 auf 6,8 Mio. Euro) sowie einen geringfügigen Verlust (nach einem Gewinn von 0,7 Mio. Euro im Vorjahr). Aber auch die norwegische Tochter NSA war im abgelaufenen Jahr mit einem schwachen Geschäft konfrontiert, in dessen Folge der Umsatz von 9,2 auf 7,8 Mio. Euro zurückging und der Gewinn auf nur noch 0,1 Mio. Euro abnahm, nach 0,4 Mio. Euro im Vorjahr. Demgegenüber konnte die AG selbst, in der sowohl das deutsche Consulting-Geschäft als auch das expandierende Produktgeschäft mit der Software NCPower angesiedelt sind, ihre Einnahmen um 43 Prozent steigern. Besonders erfreulich war in diesem Zusammenhang, dass die Erlöse aus dem Produktgeschäft um 45 Prozent auf fast 5 Mio. Euro zugelegt haben, so dass sich ihr Anteil an den Konzerneinnahmen auf über 17 Prozent erhöhte. Bedingt durch deutlich gestiegene Kosten für externe IT-Experten und für die forcierten Vertriebsaufwendungen sowie den im Vorgriff auf das erwartete Wachstum mit NCPower aufgestockten Personalbestand musste allerdings auch hier ein reduzierter Gewinn ausgewiesen werden.

## Ausblick

### Positiver Ausblick

Vor dem Hintergrund, dass gerade die zusätzlichen Kosten im Produktbereich einen ausgesprochenen Investitions-Charakter aufweisen, geht Norcom davon aus, bereits im laufenden Jahr davon zu profitieren und auf den Wachstumspfad zurückzukehren. Dementsprechend rechnet das Management mit einem 20-prozentigen Anstieg der Einnahmen aus den Consultingaktivitäten der AG, während sich die erbrachten Vorleistungen im Produktbereich sogar in einer Verdopplung der Erlöse niederschlagen sollen. Eine Erhöhung des Umsatzes wird aber auch für die beiden im letzten Jahr enttäuschenden Tochtergesellschaften Value & Risk und NSA erwartet, die um 20 resp. 10 Prozent zulegen sollen. In allen Teilbereichen rechnet das Unternehmen zudem mit steigender Profitabilität.

### Prognosen weitgehend unverändert

In den Grundzügen stimmen unsere Erwartungen mit der unternehmensseitigen Guidance überein. Die von uns im Dezember auf 37 Mio. Euro aktualisierte Umsatzschätzung halten wir nach wie vor für plausibel und belassen sie daher unverändert. Das impliziert einen Zuwachs der Konzerneinnahmen um rund 32 Prozent, was angesichts der im letzten Jahr akquirierten Aufträge erreichbar sein sollte und nach unseren Berechnungen unterhalb der Unternehmensprognose liegt. Der Wert basiert auf der Annahme, dass sowohl die unterstellte Beschleunigung des Produktgeschäfts eintritt als auch, dass die beiden zuletzt kriselnden Tochtergesellschaften ihr Tal bereits durchschritten haben. Die gleiche Annahme ist auch für unsere Gewinnsschätzung grundlegend, die wir bei einem Konzernjahresüberschuss von 1,7 Mio. Euro ansetzen. Mit Ausnahme der (Netto-) Margenerwartung für 2009, die wir ebenfalls leicht anheben, bleiben alle anderen Schätzgrößen unverändert.

| Geschäftsjahr (endet 31.12.)   | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Umsatzerlöse (Mio. EUR)</b> | <b>37,00</b> | <b>44,40</b> | <b>52,39</b> | <b>61,30</b> | <b>70,49</b> | <b>77,54</b> | <b>85,30</b> | <b>93,83</b> |
| Wachstum                       |              | 20,0%        | 18,0%        | 17,0%        | 15,0%        | 10,0%        | 10,0%        | 10,0%        |
| Nettorendite                   | 4,5%         | 4,8%         | 5,1%         | 4,9%         | 4,7%         | 4,5%         | 4,5%         | 4,5%         |
| <b>Gewinn (Mio. EUR)</b>       | <b>1,67</b>  | <b>2,13</b>  | <b>2,67</b>  | <b>3,00</b>  | <b>3,31</b>  | <b>3,49</b>  | <b>3,84</b>  | <b>4,22</b>  |
| Gewinnwachstum                 |              | 28%          | 25%          | 12%          | 10%          | 5%           | 10%          | 10%          |

### Fairer Wert 3,26 Euro je Aktie

Dies gilt auch für die „ewige“ Ertragswachstumsrate am Ende des Detailprognosezeitraums, die unverändert mit 2 Prozent p.a. angesetzt wird. Auf dieser Basis und unter Annahme eines Diskontierungssatzes von 11,4 Prozent (risikoloser Zins der deutschen Staatsanleihen von 4,0 Prozent, Risikozuschlag für Aktienanlagen von 5,3 Prozentpunkten und Betafaktor von 1,4) resultiert hieraus ein Unternehmenswert von 34,6 Mio. Euro bzw. 3,26 Euro je Aktie.

*Unser Anlageurteil:  
„Kaufen“*

Bedingt durch Probleme bei zwei Tochtergesellschaften ist das vergangene Jahr für den Norcom-Konzern enttäuschend verlaufen, was sich auch in einem dramatischen Kursrückgang niedergeschlagen hat. Allerdings verdeckt diese kumulierte Betrachtung die erfreuliche Entwicklung in Teilbereichen, allen voran im Produktgeschäft mit der NCPower-Software, die ihren Anteil an den Gruppen Erlösen auf 17 Prozent steigern konnte. Vor allem auf der Basis der dort erzielten Fortschritte in punkto Marktdurchdringung und Kundengewinnung erscheint deswegen die unternehmensseitig kommunizierte Zuversicht, im laufenden Jahr ein deutliches Wachstum erzielen zu können, durchaus begründet. Auch wir gehen in unserem Schätzmodell von einer spürbaren Zunahme der Umsätze und Gewinne aus und sehen auf dieser Grundlage ein Kurspotential von über 130 Prozent. Die darin zum Ausdruck kommende Unterbewertung wird aber auch durch andere Kennzahlen belegt. Beispielsweise liegt das Kurs-Buchwert-Verhältnis aktuell bei unter 0,7. Auch wird die derzeitige Marktkapitalisierung zu fast 65 Prozent allein durch die flüssigen Mittel abgedeckt – bei einem trotz aller Probleme profitablen Unternehmen mit erheblichem Wachstumspotenzial. Aus diesem Grund bestätigen wir unser bisheriges Urteil und stufen die Aktie weiterhin mit „Kaufen“ 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](mailto: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 |
|----------------------------|---------------------------|--------------|
| 10.12.2007                 | 1,69 Euro                 | Kaufen       |
| 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)**

### 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.