

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 0,60** (alt: n.a.)

**Kurs** EUR 0,29  
**Bloomberg** XAE GR  
**Reuters** AECO  
**Branche** Software/IT

**Anbieter von High-End-Services rund um die Entwicklung digitaler Inhalte u. a. für die Film- und Videospieleindustrie, e-Learning und Software.**


Aktien Daten: 27.03.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 11,0 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 14,3 Mio  
**Buchwert:** EUR 18,5 Mio  
**Aktienanzahl:** 37,9 Mio  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,0 Mio

**Aktionäre:**  
 Freefloat 74,6 %  
 Langfristige Investoren 25,4 %

**Termine:**

## Gut positioniert - deutlich unterbewertet

Die Catalis NV ist in ihren beiden Kernbereichen führend positioniert. Im Bereich Testdienstleistungen für digitale Medien („Testronic“) ist das Unternehmen **Marktführer (DVD-Testing: 75% Marktanteil)**. Im Segment der Produktionsdienstleistungen für die Games-Branche („Kuju“) konnte das Unternehmen als Auftragsfertiger bereits eine **Vielzahl sehr erfolgreicher Titel produzieren (z.B. EyeToy Play und SingStar)**. In beiden Geschäftsfeldern kann das Unternehmen eine gewachsene gesunde Kundenstruktur (darunter alle wichtigen Majors) und viele Jahre Erfahrung vorweisen.

Auf Basis dieser strategischen Ausrichtung konnte Catalis in den vergangenen Jahren eine solide Geschäftsentwicklung zeigen. Die Gesellschaft sollte in 2009 zwar auch von der schwachen Konjunktur betroffen sein, grundsätzlich ist die DVD- und Spielebranche jedoch eher zyklisch.

**Insgesamt wird damit gerechnet, dass Catalis auch in 2009 den Umsatz und das Ergebnis relativ stabil halten kann.** Träger dieser Entwicklung ist der Trend zu günstigen Freizeitgestaltungsmöglichkeiten (DVD/Games) gerade in Krisenzeiten. Zudem profitiert Testronic von der Tatsache, dass nachdem die Blue-Ray-Disc den „Formatkrieg“ gewonnen hat, nun die Kataloge der Majors umformatiert werden. Hieraus entsteht ein enormes Marktpotential: Denn jede Neuveröffentlichung muss getestet werden. Kuju profitiert von einem Trend bei den großen Publishern, die Produktionsdienstleistungen im Rahmen des Risiko-Managements auszulagern.

Extrem belastend für den Newsflow hat sich im letzten Börsenjahr eine Prüfung der DPR (Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung) ausgewirkt, die auf Basis einer zufälligen Stichprobenauswahl Catalis traf. Dies führte dazu, dass die Quartalsberichte Q1/08-Q3/08 erst im Zuge der vorläufigen Jahreszahlen im Februar 2009 bekannt gegeben wurden. Diese fehlende Transparenz im Geschäftsjahr 2008 in Verbindung mit der schlechten Gesamtmarktsituation, führte zu einem enormen Kursverfall der Aktie. Die Durchführung einer Kapitalerhöhung (EUR 0,15 mit Bezugsrecht) gegen Ende dieser Intransparenzphase, die aus heutiger Sicht nicht notwendig gewesen wäre, rundete das Negativ-Szenario ab. Im Februar 2009 jedoch legte die Gesellschaft die Quartalsberichte für 2008 vor und gab eine gute Indikation für 2008. **Die nun wieder deutlich erhöhte Transparenz stellt einen wichtigen Trigger für die künftige Kursentwicklung und die Verringerung der derzeit drastischen Unterbewertung dar.**

Das Rating für die Aktie lautet „Kaufen“ bei einem Kursziel von EUR 0,60 auf Basis eines DCF-Modells unter der Annahme eines langfristig moderaten Wachstums.

Änderung	2008e		2009e		2010e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
<b>Umsatz</b>	38,1	0	37,7	0	39,6	0
<b>EBIT</b>	2,9	0	2,5	0	2,7	0
<b>EPS</b>	0,08	0	0,05	0	0,06	0

 Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 30.03.2009  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 ellmann@ses.de

Geschäftsjahresende:	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>31.12.</b>							
<b>Umsatz</b>	5,2	7,9	11,0	34,6	38,1	37,7	39,6
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	51,3 %	39,0 %	215,1 %	10,1 %	-1,0 %	5,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	3,0	4,4	3,9	7,8	16,8	16,2	17,1
<i>Bruttomarge</i>	57,4 %	56,2 %	35,4 %	22,6 %	44,0 %	43,0 %	43,3 %
<b>EBITDA</b>	1,5	2,1	2,9	3,7	4,0	3,6	3,9
<i>EBITDA-Marge</i>	28,1 %	26,5 %	26,2 %	10,7 %	10,6 %	9,6 %	9,9 %
<b>EBIT</b>	1,4	1,9	2,7	2,7	2,9	2,5	2,7
<i>EBIT-Marge</i>	26,0 %	24,5 %	24,2 %	7,7 %	7,6 %	6,6 %	6,9 %
<b>Jahresüberschuss</b>	2,3	1,9	2,2	1,8	2,3	2,0	2,3
<b>EPS</b>	0,15	0,08	0,10	0,07	0,08	0,05	0,06
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,14	0,03	0,10	0,03	0,08	0,05	0,07
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	3,2	2,1	1,5	0,5	0,4	0,3	0,2
<b>EV/EBITDA</b>	11,2	7,9	5,7	4,4	3,5	3,0	2,1
<b>EV/EBIT</b>	12,1	8,5	6,2	6,1	4,9	4,4	3,1
<b>KGV</b>	1,9	3,6	2,9	4,1	3,6	5,8	4,8
<b>ROCE</b>	38,1 %	28,7 %	17,7 %	12,1 %	11,5 %	8,9 %	8,9 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	8,3 %	10,8 %	15,0 %	18,0 %	23,0 %	26,3 %	37,9 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 0,29

---

<b>Equity Story</b>	<b>3</b>
Führend in beiden Bereichen	3
Stabile Ertragslage	3
Aktie deutlich unterbewertet	4
Transparenz	5
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>6</b>
Führend im Bereich Qualitätssicherung	6
Führend in der Spieleentwicklung	8
<b>Finanzen</b>	<b>10</b>
Aktuelle Geschäftsentwicklung	10
Entwicklung des Umsatzes	10
Entwicklung der Kosten	11
Bilanz	12
<b>Bewertung</b>	<b>14</b>
Free Cash Flow Yield	14
DCF-Modell	14
Peer Group-Bewertung	15
<b>Newsflow</b>	<b>18</b>
<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	<b>19</b>
Das Unternehmen	19
Historische Entwicklung	20
Organisationsstruktur	20
Aktionäre, Management & Mitarbeiter	20
<b>Kennzahlen</b>	<b>22</b>

Die Catalis SE ist auf zwei Bereiche fokussiert: **Qualitätssicherung digitaler Medien** (Test-Dienstleistungen für DVD, Spiele und Software) und **Entwicklungs- und Produktionsdienstleistungen für die Spielebranche**. In beiden Bereichen positioniert sich die Gesellschaft sinnvoll.

## Führend in beiden Bereichen

Im Segment **Qualitätssicherung** ist die Gesellschaft stark fokussiert, denn Qualitätssicherungsdienstleistungen digitaler Medien sind ein Nischenmarkt, der von den großen Content-Eigentümern „gesteuert“ wird. Hier verfügt Testronic über eine einzigartige Positionierung:

- Bei **DVDs ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von 75% Marktführer**. Catalis hat durch Akquisitionen diesen Markt konsolidiert und pflegt sehr langfristige Beziehungen zu den wichtigsten Kunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal, auf die rund die Hälfte des Testronic Umsatzes entfällt.
- Catalis verfügt zudem über **10 Jahre Erfahrung im Markt für Qualitätssicherung** und zeichnet sich durch eine hohe Flexibilität und Anpassungsfähigkeit an Kundenwünsche aus. Besonders entscheidend sind bei der Prüfung die Turn-Around-Zeiten, die oft nur 24-48 Stunden betragen. Wettbewerber aus dem asiatischen Raum und Unternehmen mit geringeren Kapazitäten können dies zeitlich nicht erreichen.
- Ebenfalls von zentraler Bedeutung sind die **Sicherheitsaspekte** (insbesondere Kopiervermeidung). Grundsätzlich sind die Qualitätssicherungskosten bei einer Produktion - relativ zur Produktion selbst - ausgesprochen gering. Insofern ist für einen Content-Eigentümer das Risiko in China oder Indien illegale Duplikationen der Master-Datenträger zu erleiden ungleich höher, als der Kostenvorteil bei der Prüfung.

Die umfangreiche Referenzliste der Testronic unterstreicht den Erfolg dieser strategischen Ausrichtung.

Im Bereich der **Spieleentwicklung** ist Catalis ebenfalls führend positioniert. Dabei eliminiert die Fokussierung auf die reine Entwicklung von Computer- und Konsolenspielen wesentliche Risiken der Spielebranche (insbesondere das IP-Vermarktungsrisiko). Die Gesellschaft tritt nicht in Konkurrenz zu anderen Spieleherstellern und die Projekte werden in der Regel von großen Konsolenherstellern/Labels unterstützt. Dabei werden Produktionen für eine Vielzahl verschiedener Plattformen und Genres durchgeführt, diese breite Aufstellung verringert die Abhängigkeit gegenüber spezifischen Entwicklungen und „Modeerscheinungen“ in der schnelllebigen Games-Branche.

Mit fünf Entwicklungsstudios in U.K. hat Kuju bereits in der Vergangenheit ausgesprochen **bekannte und erfolgreiche Spiele für die weltweit führenden Softwarehäuser der Unterhaltungsindustrie hervorgebracht** (darunter bekannte Titel wie EyeToy Play oder SingStar). Das Unternehmen verfügt über 16 Jahre Erfahrung und hat in seiner Unternehmensgeschichte rund 50 Titel entwickelt, die zu Einzelhandelsumsätzen von USD 550 Mio. führten.

Die zentrale Markteintrittsbarriere bildet jedoch die etablierte Beziehung der Kuju zu ihren Kunden. Ein **hochwertiges Kundeportfolio, darunter die größten Verlage weltweit**, zeichnen sich zudem durch eine hohe Bonität aus, was derzeit nicht für alle Marktteilnehmer gilt.

## Stabile Ertragsentwicklung erwartet

Die Catalis Gruppe konnte im Geschäftsjahr 2008 den Umsatz vollständig organisch um mehr als 10% auf EUR 38,1 Mio. steigern. Das EBIT konnte um 8% auf EUR 2,9

Mio. gesteigert werden. Für 2009 erwartet SES Research eine stabile Entwicklung von Umsatz und Ergebnis. Getragen wird diese Entwicklung von beiden Bereichen.

Die wichtigsten Endprodukte der Catalis Kunden „DVD/Blue-Ray“ und „Videospiele“ sollten von einem für Rezessionen typischen Trend profitieren: Bei Absatzeinbrüchen hochwertiger Freizeitgestaltungen gemessen in Kosten/Zeit (Reisen, Restaurants, Kino etc.) kommt es zu einer **Umverteilung** in geringwertige Alternativen (z.B. DVDs und Videospiele). Hinzukommen spezifische Entwicklungen in den Bereichen Spieleentwicklung und Qualitätssicherung, die für einen moderat steigenden Umsatz sprechen:

- Die „**Beendigung des Formatkrieges“ (DVD/Blue-Ray)** führt zu einer Umstellung sämtlicher Kataloge von DVD auf Blue-Ray. Ein wesentlicher Anwendungsbereich der Testdienstleistungen der Testronic.
- Im Bereich der Videospiele-Entwicklung profitiert Kuju von der Tatsache, dass **große Studios/Publisher derzeit Kapazitäten abbauen**. Aus bilanziellen und risikopolitischen Gründen verkürzen diese ihre Bilanzen/GuV um die operative Flexibilität und Anpassungsfähigkeit zu optimieren – zu Gunsten externer Entwickler.

Bei den Kostenpositionen werden nur geringfügige Veränderungen erwartet, vornehmlich da die stagnierende Top-Line keine Skaleneffekte ermöglicht. Insgesamt wird ein stabiles Ergebnis erwartet.

#### Gewinn- und Verlustrechnung Catalis SE

in Mio. EUR

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>5,2</b>	<b>7,9</b>	<b>11,0</b>	<b>34,6</b>	<b>38,1</b>	<b>37,7</b>	<b>39,6</b>
Herstellungskosten	2,2	3,5	7,1	26,8	21,3	21,5	22,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>7,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,1</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,4	0,3	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6
Verwaltungskosten	1,3	2,2	1,7	5,3	13,4	13,3	14,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,9	1,1	1,1	1,2
<b>EBITA</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,3	0,8	0,5	0,4	0,3
Finanzergebnis	0,1	0,0	-0,4	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
Steuern gesamt	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Aktie deutlich unterbewertet

Die Aktie der Catalis ist, basierend auf sämtlichen Bewertungsmodellen, deutlich unterbewertet.

- Das **FCF-Modell** indiziert einen Wert von EUR 0,80 je Aktie
- Das **DCF-Modell** führt zu einem Wert von 0,60 je Aktie.
- In der **Vergleichsgruppe** ist Catalis mit einem aktuellen KGV von 4 deutlich unterbewertet.

Diese drastische Unterbewertung ist zum einen der Kapitalmarktentwicklung geschuldet und zum anderen auch der mangelnden Transparenz des letzten Geschäftsjahres. Mit der Veröffentlichung sämtlicher Quartalsberichte 2008 und des

Geschäftsberichtes 2007 im Februar 2009 stehen dem Kapitalmarkt nun wieder die benötigten Informationen zur Verfügung.

### **Transparenz!**

Im Juli 2008 hat die DPR (Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung) im Rahmen einer zufälligen Stichprobenauswahl den Jahresabschluss 2006 überprüft. Die Prüfstelle beanstandete dabei zwei Positionen der Transaktionsbilanzierung (Beratungskosten und Zuordnung von Vermögenswerten) sowie in Teilen die Zuordnung von Cash Flows. Diese Prüfung, deren Fortgang die verantwortlichen Stellen prozessbedingt unnötig extrem verzögert haben, hat dazu geführt, dass sich die Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2007 um ein Jahr verspätet hat und auch die Quartalsberichte 2008 (Q1-Q3) erst im Februar 2009 veröffentlicht wurden. **Diese drastische Intransparenz hat der deutlichen Kursentwicklung der Aktie in 2008 merklich geschadet.** Die Durchführung einer Kapitalmaßnahme auf sehr niedrigem Kursniveau (EUR 0,15) mit dem Ziel, die bilanzielle Situation der Gesellschaft zu verbessern, hat zusätzlich für Unsicherheit gesorgt, zumal diese Maßnahme rückwirkend betrachtet, nicht zwingend notwendig gewesen wäre.

Am 02.03.09 veröffentlichte Catalis schließlich auch die vorläufigen Geschäftszahlen für 2008 und zeigte, dass sich Umsatz und Ergebnis solide entwickelten. Auch für 2008 wird ein stabiles Ergebnis erwartet. Die Veröffentlichung der endgültigen Jahreszahlen 2008 ist für April 2009 geplant.

Der Quartalsbericht Q1/08 soll im Mai folgen. **Die Transparenz wird damit wieder deutlich gesteigert.** Dies sollte der Aktie nützen und zu einer Hebung der derzeitigen Unterbewertung beitragen.

- **Catalis ist in beiden Unternehmensbereichen hervorragend positioniert**
- **Im Bereich DVD-Testing ist Testronic Marktführer (75 % Marktanteil)**
- **Im Bereich Spieleentwicklung konnte Kuju sehr erfolgreiche Blockbuster entwickeln, die Einzelhandelserlöse von USD 550 Mio. generieren konnten**
- **In beiden Bereichen unterlegen exzellente Referenzen und gewachsene Kundenbeziehungen die Strategie**

Catalis ist ein weltweit führender Outsourcing-Dienstleister für die digitale Medien und Entertainmentindustrie. Die Geschäftstätigkeit teilt sich in zwei Bereiche auf, deren Wettbewerbsqualität getrennt betrachtet wird:

- **Testronic Laboratories**, Dienstleister für die Qualitätssicherung digitaler Medien
- **Kuju**, Entwicklungs- und Produktionsdienstleister für die Spielebranche

**Mission**

Catalis SE ist ein weltweit führender Outsourcing-Dienstleister für die digitale Medien- und Entertainmentindustrie.



Quelle: Catalis

**Führend im Bereich Qualitätssicherung**

Im Bereich Qualitätssicherung ist Catalis mit weltweit 220 Mitarbeitern an 6 Standorten ein führender Anbieter, denn die Gesellschaft arbeitet stark fokussiert auf den Nischenmarkt Qualitätssicherungsdienstleistungen digitaler Medien. Dieser Markt wird von den großen Content-Eigentümern „gesteuert“. Catalis schätzt, dass der Anteil des sogenannten „Inhouse-Marktes“ ca. 20% am Gesamtmarkt beträgt. 80% entfallen auf Outsourcing-Dienstleister. Hier verfügt Testronic über eine einzigartige Positionierung:

- Im Bereich DVDs der bei Testronic über 80% des Umsatzes ausmacht, ist das Unternehmen **Marktführer**. Der Marktanteil von Catalis im Markt ausgelagerter Qualitätssicherungsmaßnahmen („Outsourcing-Markt“) beträgt ca. 75%. Hier deckt das Unternehmen alle aus Kundenseite kritischen Bereiche ab: Funktionalität, Integration, Sicherheit und (End-) Kundenakzeptanz.

- Das Hauptgeschäftsfeld der Testronic ist das Prüfen von DVDs für **Kunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal**. Rund die Hälfte des Testronic Umsatzes entfällt auf diese drei wichtigsten Kunden, mit denen langfristige Vereinbarungen existieren, die insbesondere Abnahmeveroluma, Pricing und Testumfänge regeln. Damit ist Catalis in diesem Segment Marktführer. Insgesamt hat Testronic rund 140 Kunden. Die Tatsache, dass Catalis bereits die größten Kunden im Rahmen etablierter Beziehungen „an sich binden“ kann, zeichnet das marktführende Unternehmen im Wettbewerb aus und bedeutet gegenüber dem Wettbewerb eine erhebliche Markteintrittsbarriere.
- Zu den Kunden von Testronic gehören neben den großen Majorstudios auch viele Filmstudios aus der zweiten Reihe. Mit diesen gibt es Rahmenvereinbarungen, die über 2-3 Jahre laufen. Diese **sehr guten Kundenbeziehungen, in Laufzeit und Struktur differierend**, bilden ein Kernelement der Positionierung des Unternehmens im Wettbewerb.
- Insgesamt **10 Jahre Erfahrung im Markt** für Qualitätssicherung sprechen ebenfalls für Testronic.
- Im Rahmen der Qualitätskontrolle von Medien zeichnet sich Testronic durch eine **hohe Flexibilität und Anpassungsfähigkeit** an Kundenwünsche aus. Das Unternehmen kann sehr kurzfristig auf Anfragen der Kunden reagieren. Dies ist im schnelllebigen Medienmarkt sehr wichtig. Besonders entscheidend sind bei der Prüfung die Turn-Around-Zeiten („Dauer der Prüfung“), die oft nur 24-48 Stunden betragen. Wie lange ein Medium braucht, um geprüft zu werden, ist ein relativ entscheidendes Wettbewerbskriterium. Catalis kann diese Dienstleistung aufgrund etablierter Prozesse und der geographischen Nähe zum Kunden sehr zügig erbringen. Damit ergibt sich gleichzeitig ein Wegfall der Konkurrenz aus dem asiatischen Raum, da sich hier diese Zeiten in der Regel nicht realisieren lassen. Auch kleinere Konkurrenten, die keine entsprechende Kapazität vorhalten können, scheiden somit aus dem Wettbewerb aus.
- Neben **hoch qualifizierten Mitarbeitern** verfügt das Unternehmen über eine **führende Technologie** zur Fehlerbeseitigung und Prozesskontrolle. Der Prozess der Qualitätssicherung (QS) basiert auf der Begutachtung eines Mediums nach einer Check-Liste. Hierunter fällt z.B. die Prüfung von Untertiteln und des Kopierschutzes. Weiterhin wird die Kompatibilität mit den jeweils landesüblichen Abspielgeräten getestet. Zudem wird das Medium jeweils in allen Sprachen auf Fehler geprüft. Ergänzt wird der Leistungsumfang durch ein Online-Tracking-Tool, das es ermöglicht, extern den Status des Testprozesses des Mediums einzusehen.
- Ebenfalls von zentraler Bedeutung sind die **Sicherheitsaspekte** (insbesondere Kopiervermeidung). Dies führt dazu, dass Qualitätssicherungen nicht in China oder Indien „billiger“ durchgeführt werden. In diesen Ländern dauert das Shipping der Medien zudem ungleich länger. Denn im QS-Prozess sind, wie bereits erwähnt, geringe Turn-Around-Zeiten wichtig. Grundsätzlich sind die QS-Kosten bei einer Produktion - relativ zur Produktion selbst - ausgesprochen gering. Insofern verwundert es nicht, dass QS hauptsächlich über Qualitätsaspekte der Prozesse ausgerichtet wird und kaum externem Kostendruck unterliegt.
- Abgerundet wird die einzigartige Positionierung durch die **Standorte der Testronic**. Diese Gesellschaft ist einerseits in den für die DVD-Industrie wichtigen Ländern/Standorten vertreten, kann dies aber durch Standorte mit niedrigem Lohnniveau (z.B. Polen) ergänzen. Wenn sich Aufträge logistisch in Polen abwickeln lassen, ergeben sich so erhebliche Kostenvorteile.

Die Kundenliste der Testronic unterstreicht den **Erfolg dieser strategischen Ausrichtung**:

**Testronic Laboratories - Kunden**

## Film und Entertainment



## Spieletesten



## Digital TV / Interaktiv



## Software &amp; Hardware Testen / Zertifizierung



Quelle: Catalis

Der unattraktive Bereich des Hardware Testings, der vorwiegend durch asiatische Hersteller dominiert wird, macht nur einen sehr geringen Konzernumsatzanteil (etwa 5 %) aus und wird in dieser Studie nicht weiter behandelt.

## Führend in der Spieleentwicklung

2007 hat Catalis mit dem Erwerb der Kuju Inc. einen bedeutenden Schritt in ein neues Marktsegment vollzogen. Die Entwicklung von Computer- und Konsolenspielen für eine Vielzahl verschiedener Plattformen im Auftrag großer Publisher, eliminiert wesentliche Risiken der Spielebranche (insbesondere das IP-Vermarktungsrisiko). „Royalties“ sind zwar möglich, fungieren jedoch nicht als „Ersatz“ für Budgetvereinbarungen. Die Gesellschaft ist dabei für Dritte tätig und erstellt die Spiele nicht auf eigene Rechnung. Sie ist somit reiner „Entwicklungsdienstleister“ und tritt nicht in Konkurrenz zu anderen Spieleherstellern. Projekte werden in der Regel von großen Konsolenherstellern/Labels unterstützt. Dies ist entscheidend für die Positionierung, besonders in den trotz Wachstums derzeit schweren Marktbedingungen. Kuju profitiert im Wettbewerb vor allem von folgenden Faktoren:

- Mit 210 Mitarbeitern in fünf Entwicklungsstudios in U.K. verfügt Kuju über relativ starke Entwicklungskapazitäten und hat bereits in der Vergangenheit **ausgesprochen bekannte und erfolgreiche Spiele** für die weltweit führenden Softwarehäuser der Unterhaltungsindustrie hervorgebracht (darunter bekannte Titel wie EyeToy Play oder SingStar). Kuju hat in seiner Unternehmensgeschichte rund 50 Titel entwickelt, die zu Einzelhandelsumsätzen von USD 550 Mio. führten.
- Das Unternehmen verfügt über **16 Jahre Erfahrung** bei der Auftragserstellung von Blockbustern. Hierbei spielt der wichtigste Faktor der Spieleherstellung eine entscheidende Rolle: Kuju gelingt die Einhaltung von Zeit und Kostenrahmen, wie die vergangenen Projekte gezeigt haben.
- Absichernder Faktor ist eine **multidimensionale Aufstellung** der Kuju. Das Unternehmen hängt damit weder einseitig von Spieltrends noch von technologischen Entwicklungen ab:
  - **Multi Studio-Konzept** mit differierenden Ausrichtungen um die „Spielkultur“ zu erhalten
  - **Abdeckung sämtlicher Plattformen** (Wii, PS2/3, XBOX360, PC, PSP, DS und Download)



- **Differenziertes Genre-Portfolio** (z.B. Casual, Kinder, Action, Taktik, Musik/Party)
- Kujus Positionierung im Konzern zieht Cross-Selling-Potenziale nach sich, da der Catalis-Konzern im Bereich Spiele-Testing und anderen Dienstleistungen für Spielehersteller arbeitet. Hierbei geht es nicht nur um das „Spiele-Testen“, sondern auch um Fragen wie Multiplattform-Portierungen oder ganze Auftragsproduktionen. Langfristig bedeutet die Akquisition der Kuju jedoch auch, dass **Catalis von der zunehmenden Konvergenz der Medien (Spiel/DVD) profitieren** kann und sich hier bereits früh aussichtsreich positioniert. Die Tatsache, dass es voraussichtlich zu einer Konvergenz der Themen DVD, Games und E-Learning kommen wird, spielt Catalis in die Hände. Zukünftig werden DVDs, zu dessen Publishern die Catalis heute schon exzellente Beziehungen unterhält, vermutlich mit Spielen oder e-Learning-Inhalten kombinierbar sein. Dies zieht eine Vertiefung der Wertschöpfung für den (qualifizierten) Outsourcer nach sich. Dafür ist Catalis schon heute positioniert.
- Wichtigste Markteintrittsbarriere aus Wettbewerbssicht ist jedoch die etablierte Beziehung der Kuju zu ihren Kunden. Ein **differenziertes und hochwertiges Kundeportfolio, darunter die größten Verlage weltweit**, hat den zusätzlichen Vorteil, dass es in der Regel **nicht zu Bonitätsproblemen** kommt. Folgende Tabelle gibt einen Überblick über die **hervorragenden Referenzen** der Kuju:

**Kuju - Kunden**



Quelle: Catalis

- 
- **Die Umsatzentwicklung der Catalis profitiert von grundsätzlich intakten Märkten, denn gerade in Krisenzeiten ist die günstige Freizeitgestaltung (DVD/Games) gefragt**
  - **Testronic profitiert von der Format-Entscheidung zur Blue-Ray-Disc**
  - **Kuju profitiert von Outsourcing-Tendenzen im Games-Markt**
  - **Stabile Umsatz- und Ergebnisentwicklung erwartet**
- 

## Aktuelle Geschäftsentwicklung

Die Catalis Gruppe erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2008 Umsätze in Höhe von EUR 38,1 Mio. Gegenüber dem Vorjahreswert von EUR 34,6 Mio. Diese Steigerung um 10% ist vollständig auf organisches Wachstum zurückzuführen.

Das EBIT im Geschäftsjahr 2008 betrug EUR 2,9 Mio., was im Vergleich zum Ergebnis des Geschäftsjahres 2007 in Höhe von EUR 2,7 Mio. eine Steigerung um 8% entspricht. Aufgeschobene und abgesagte Projekte im Geschäftsbereich Videospieldentwicklung hatten zu einer Reduktion der EBIT-Prognose von EUR 3,0 Mio. um 15% geführt. Das tatsächliche Ergebnis von EUR 2,9 Mio. liegt damit etwas über der gesenkten Prognose.

Das Management der Catalis rechnet in 2009 mit einem Umsatz von EUR 39 Mio. bei einem EBIT von EUR 3,1 Mio. getragen durch die positive Entwicklung beider Bereiche. Die Erwartung der SES Research liegt etwas darunter, wenngleich auch hier eine relativ stabile Umsatzentwicklung unterstellt wird.

## Entwicklung des Umsatzes

Der Umsatz im Jahr 2009 sollte sich bei Catalis recht stabil entwickeln. Träger dieser Entwicklung sind spezifische Trends in beiden Bereichen Qualitätssicherung (Testronic) und Videospieldentwicklung (Kuju), die trotz eines extrem schwachen gesamtkonjunkturellen Umfeldes intakt sind.

- **Beide Produktbereiche**, vornehmlich repräsentiert durch die Endprodukte „DVD/Blue-Ray“ und „Videospield“, sollten von einem für Rezessionen typischen Trend profitieren: Geringere verfügbare Einkommen führen in der Regel besonders stark zu Absatzeinbrüchen hochwertiger Freizeitgestaltungen (Reisen, Restaurants, Kino etc.). Gleichzeitig kommt es zu einer Umverteilung in geringwertige Alternativen, die einen günstigeren/längeren Unterhaltungswert liefern (DVDs und Videospiele). Dieser übergeordnete positive Trend führt dazu, dass für den Computerspielemarkt trotz Rezession noch positive Wachstumsraten erwartet werden.
- Im **Bereich DVD/Blue-Ray** profitiert Testronic von der „Beendigung des Formatkrieges“ HD-DVD vs. Blue-Ray zu Gunsten der Blue-Ray Disc. Dies führt zu einer Umstellung sämtlicher Kataloge von DVD auf Blue-Ray. Testronic liefert diese Umformatierungsdienstleistungen sehr professionell. Grundsätzlich profitiert Testronic auch von der Tatsache, dass Blue-Ray Publikationen deutlich aufwendiger und funktionsbreiter sind – und damit teurer zu testen. Auch für den Zukunftsmarkt Streaming-Video hat sich Testronic bereits positioniert und führt erste Projekte durch.
- Im **Bereich der Videospiele-Entwicklung** kann Kuju sich voraussichtlich nicht der allgemeinen Marktentwicklung entziehen. Im Rahmen einer Restrukturierung wurden daher rund 50 Stellen abgebaut und die Kapazität auf ein Niveau reduziert, was eine Vollausslastung auch bei sehr schlechten Marktbedingungen möglich macht. Die derzeitige Marktentwicklung äußert sich bei Kuju jedoch noch nicht in einer Unterauslastung sondern vornehmlich in einer geringeren Auswahl von

Aufträgen. Da die Studios der Kuju einen exzellenten Ruf haben, wird das Unternehmen auch weiterhin aussichtsreiche Projekte durchführen, allerdings bei weniger Auswahlmöglichkeiten. Die Tatsache, dass große Studios derzeit Kapazitäten abbauen lässt grundsätzlich jedoch mehr Raum für externe Entwickler. Marktführer EA meldete beispielsweise für Q4/08 einen Verlust von USD 310 Mio. und entlässt 6% der Angestellten (540 MA) und Marktführer Activision-Blizzard (WoW, Guitar Hero) schloss die Sparte „Mobile Games“. Diese verringerten Kapazitäten bieten Potenzial für Videospieldevelopper wie Kuju. Auch die Tatsache, dass große Publisher aus bilanziellen und risikopolitischen Gründen Ihre Bilanzen/GuV verkürzen wollen und die operative Flexibilität und Anpassungsfähigkeit optimieren, spricht für den Einsatz externer Entwickler.

Insgesamt wird bei Testronic ein leichter Anstieg des Umsatzes erwartet, bei Kuju wird mit einem leichten Rückgang gerechnet. Aufgrund des schwierigen Branchenumfeldes wird Annahme des Unternehmens, die deutlich steigenden Umsätzen antizipiert, nicht geteilt. Folgende Tabelle liefert ein Überblick über die Umsatz- und Ertragsentwicklung der beiden Bereiche. Zur Entwicklung der Marge bei Kuju ist anzumerken, dass diese in 2008 durch einen Sondereffekt belastet war. Ohne diesen Effekt hätte Kuju (rein operativ) eine Marge deutlich über dem Niveau von 2007 (7,2 %) zeigen können.

### Catalis SE - Operative Entwicklung

in EUR Mio.	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz Testronic Labs</b>	14,0	15,2	16,0	16,8
<b>Umsatz Kuju</b>	20,7	22,9	21,8	22,8
<b>Umsatz Holding</b>	-	-	-	-
<b>Umsatz gesamt</b>	<b>34,7</b>	<b>38,1</b>	<b>37,7</b>	<b>39,6</b>
<b>EBIT Testronic Labs</b>	2,8	2,3	2,4	2,5
Marge	20,0%	15,1%	15,0%	15,0%
<b>EBIT Kuju</b>	1,5	0,8	1,1	1,1
Marge	7,2%	3,5%	5,0%	5,0%
<b>EBIT Holding</b>	-1,6	-0,2	-1,0	-0,9
<b>EBIT gesamt</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>
Marge	7,8%	7,6%	6,6%	7,0%
<b>Mitarbeiter</b>	457	435	435	448
Umsatz je Mitarbeiter (EUR Tsd.)	75,9	87,6	86,7	88,4

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Entwicklung der Kosten

Die größte Kostenposition bilden die **Herstellungskosten**. Im Q3 lag diese Quote bei etwa 56%. Diese wird auch für das Gesamtjahr 2008 angesetzt und führt zu Herstellungskosten von gut EUR 21 Mio. In 2009 sollte diese Quote aufgrund des geringeren Umsatzes leicht auf 57% ansteigen (Prognose SES: EUR 21,5 Mio.).

Eine weitere bedeutende Kostenposition sind die **Verwaltungskosten**. Diese betragen in den ersten neun Monaten 34% und werden, aufgrund des schwächeren Q4 sowie des geringeren Umsatzes in 2009, in Zukunft bei gut 35% respektive EUR 13,4 Mio. angesetzt. die Position Verwaltungskosten umfasst, neben den klassischen Administrationsaufgaben vor allem die folgenden Positionen:

- Indirect labour (z.b. studio management & admin, business line manager, site manager etc.)
- Research & Development
- Training
- Expensed infrastructural investments
- Marketing & Messen
- etc.

Die weiteren operativen Kostenpositionen sind von untergeordneter Bedeutung.

Ebenfalls eine relevante Kostenposition (nicht operativ) stellt das **Finanzergebnis** dar. Dieses wird mit EUR -0,5 Mio. angesetzt. Im Wesentlichen entstand dies aus der Zinslast der Bankverbindlichkeiten (EUR 7,3 Mio. per 30.09.08). Aufgrund der erfolgten

Kapitalerhöhung und der operativen Cash-Generierung verbessert das Finanzergebnis.

Die **Steuern** bleiben in den nächsten Jahren voraussichtlich sehr gering, da die Niederländische Holding-Gesellschaft, bei der die wesentlichen Erträge anfallen noch über ausreichend steuerlich wirksame Verlustvorträge verfügt (ca. EUR 12 Mio.).

Hieraus ergibt sich folgende erwartete Gewinn- und Verlustrechnung:

### Gewinn- und Verlustrechnung Catalis SE

in Mio. EUR

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>5,2</b>	<b>7,9</b>	<b>11,0</b>	<b>34,6</b>	<b>38,1</b>	<b>37,7</b>	<b>39,6</b>
Herstellungskosten	2,2	3,5	7,1	26,8	21,3	21,5	22,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>7,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,1</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,4	0,3	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6
Verwaltungskosten	1,3	2,2	1,7	5,3	13,4	13,3	14,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,9	1,1	1,1	1,2
<b>EBITA</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,3	0,8	0,5	0,4	0,3
Finanzergebnis	0,1	0,0	-0,4	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
Steuern gesamt	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Bilanz

Die **Aktiva** bestehen aufgrund diverser Übernahmen zu 50% aus Firmenwerten. Diese stellen trotz regelmäßiger Impairment-Tests einen Risikofaktor dar, denn deren Abwertung könnte das Eigenkapital deutlich reduzieren. Aus sicht der zahlungswirksamen Bilanzqualität ist das Bild jedoch deutlich besser, denn die liquiden Mittel die nächst höhere Bilanzposition und mit knapp EUR 6 Mio. (20%) absolut ausreichend. Die im Februar 2009 abgeschlossene Kapitalerhöhung dürfte einen Liquiditätszufluss von nochmals EUR 1,3 Mio. nach sich gezogen haben.

Die wichtigste Position der **Passiva** bilden die Bankverbindlichkeiten in Höhe von EUR 8,7 Mio. (30%). Die Eigenkapitalquote beträgt 47%. Die bilanzielle Situation der Catalis ist damit zufriedenstellend (Angaben per 30.09.08).

**Bilanz Catalis SE**

in Mio. EUR

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	3,4	7,0	15,3	15,3	15,3	15,3
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,1	3,4	6,9	15,0	15,0	15,0	15,0
Sachanlagen	0,2	0,4	1,0	1,9	1,8	1,7	1,6
Finanzanlagen	0,0	0,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,4</b>	<b>3,9</b>	<b>8,8</b>	<b>17,2</b>	<b>17,1</b>	<b>17,0</b>	<b>16,9</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,3	2,2	3,6	4,6	5,2	5,2	5,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,4	1,5	2,6	4,7	4,7	4,7	4,7
Liquide Mittel	1,1	3,1	8,5	2,7	4,9	8,3	10,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>3,8</b>	<b>6,7</b>	<b>14,7</b>	<b>12,0</b>	<b>14,8</b>	<b>18,1</b>	<b>20,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>10,7</b>	<b>23,5</b>	<b>29,2</b>	<b>31,9</b>	<b>35,2</b>	<b>37,8</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,6	2,3	2,3	2,7	2,7	3,6	3,6
Kapitalrücklage	14,4	15,8	15,7	18,5	18,5	18,9	18,9
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	4,3	6,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-13,3	-11,4	-8,7	-8,4	-8,4	-8,3	-8,4
<b>Eigenkapital der Aktionäre</b>	<b>2,6</b>	<b>6,6</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,6</b>	<b>6,6</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>10,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,3	2,9	5,1	5,5	5,5	5,8
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	0,4	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1,5</b>	<b>4,0</b>	<b>14,2</b>	<b>16,3</b>	<b>16,7</b>	<b>16,7</b>	<b>17,0</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>4,1</b>	<b>10,7</b>	<b>23,5</b>	<b>29,2</b>	<b>31,9</b>	<b>35,2</b>	<b>37,8</b>

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- **Sämtliche Bewertungsmethoden indizieren eine deutliche Unterbewertung.**
- **DCF-Modell impliziert einen Fair Value in Höhe von EUR 0,60 je Aktie.**
- **FCF Yield führt zu Werten zwischen EUR 0,80 und EUR 0,90.**

## Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – (1-t)\*Zinsen) auf den EV ihre Opportunitätskosten von 10% übersteigt.

### Free Cash Flow Yield - Catalis SE

Angaben in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	2,3	1,9	2,2	1,8	2,3	2,0	2,3	
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	1,0	1,1	1,1	1,2	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,0	-0,4	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3	
+ Steuern	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1	
- Erhaltungsinvestitionen	0,1	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,5%	13,7%	19,0%	22,8%	30,2%	38,3%	63,9%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>5,0</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>13,7</b>	<b>17,8</b>	<b>24,7</b>	<b>29,7</b>	<b>32,9</b>	<b>28,7</b>	<b>31,7</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	5,5	5,5	5,5	5,5	3,3	-0,1	-2,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>8,2</b>	<b>12,4</b>	<b>19,3</b>	<b>24,2</b>	<b>29,6</b>	<b>28,8</b>	<b>34,3</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,51</b>	<b>0,64</b>	<b>0,78</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	8,5%	63,1%	154,1%	219,5%	290,5%	280,1%	353,0%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	0,13	0,22	0,36	0,46	0,58	0,59	0,71
	12,0%	0,16	0,25	0,40	0,51	0,64	0,63	0,77
Fairer	11,0%	0,18	0,28	0,45	0,57	0,70	0,69	0,83
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,51</b>	<b>0,64</b>	<b>0,78</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>
Yield	9,0%	0,26	0,38	0,58	0,73	0,88	0,84	1,00
	8,0%	0,31	0,44	0,67	0,83	1,00	0,95	1,12
	7,0%	0,37	0,53	0,79	0,97	1,15	1,08	1,26

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

Basierend auf einer stabilen Ertragslage und einem langfristig wieder leicht steigenden Ergebnis indiziert der FCF-Yield ein Kursziel von EUR 0,80 für 2009 mit weiterem Kurspotenzial bis auf EUR 0,90 auf Basis von 2010.

## DCF-Modell

Über die kommenden drei Jahre sollte Catalis insgesamt trotz Rezession leicht wachsen können, was auch für die darauf folgenden Jahre erwartet wird. Für die ewige Rente wird mit 1,5% im Jahr gerechnet.

Im Geschäftsjahr 2011 wird eine Ziel EBIT-Marge in Höhe von 7% erwartet. Obwohl Catalis schon organisationsbedingt (hoher Overheadkostenanteil) mit der weiteren Erlössteigerung einen weiteren operativen Leverage erreichen sollte, wurde eine Marge von 7% als nachhaltiger Wert angesetzt.

Die weiteren Annahmen sind:

- Risikolose Rendite von 4,25% (10-jährige Bundesanleihe)
- Markttrendite 9,00%
- Beta von 1,50
- Ziel FK-Quote von 20 %

Diese ergeben ein WACC von 10 %.

Das DCF-Modell ergibt einen fairen Wert von EUR 0,60.

### DCF Modell - Catalis SE

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	38,1	37,7	39,6	41,6	43,7	45,8	48,1	50,5	53,1	55,7	58,5	61,4	62,4	63,3
Veränderung	10,1%	-1,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,5%	1,5%
EBIT	2,9	2,5	2,7	2,9	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,4	4,4
EBIT-Marge	7,6%	6,6%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Steuerquote	5,0%	5,0%	5,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	2,8	2,4	2,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9
Abschreibungen	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
in % vom Umsatz	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9
Investitionsquote	2,8%	2,8%	2,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,6	2,4	2,8	1,5	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9

#### Modellparameter

Fremdkapitalquote	20,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	9,98%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

#### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	19,5		
Terminal Value	9,9		
Verbindlichkeiten	-8,2		
Liquide Mittel	2,7	Aktienzahl (Mio.)	37,90
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>23,9</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,63</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

WACC	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%
10,98%	0,54	0,54	0,55	0,56	0,56	0,57	0,57
10,48%	0,57	0,58	0,59	0,59	0,60	0,61	0,61
10,23%	0,59	0,60	0,60	0,61	0,62	0,63	0,63
<b>9,98%</b>	0,61	0,62	0,62	<b>0,63</b>	0,64	0,65	0,66
9,73%	0,63	0,64	0,65	0,65	0,66	0,67	0,68
9,48%	0,65	0,66	0,67	0,68	0,69	0,70	0,71
8,98%	0,70	0,71	0,72	0,73	0,74	0,75	0,77

##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,98%	0,40	0,46	0,51	0,56	0,61	0,66	0,71
10,48%	0,43	0,49	0,54	0,59	0,64	0,70	0,75
10,23%	0,45	0,50	0,56	0,61	0,67	0,72	0,77
<b>9,98%</b>	0,46	0,52	0,58	<b>0,63</b>	0,69	0,74	0,80
9,73%	0,48	0,54	0,60	0,65	0,71	0,77	0,83
9,48%	0,50	0,56	0,62	0,68	0,74	0,79	0,85
8,98%	0,54	0,60	0,67	0,73	0,79	0,85	0,92

Quelle: SES Research

## Peer Group-Bewertung

Die Einordnung der Catalis in eine Vergleichsgruppe gestaltet sich schwierig. Es gibt derzeit keine börsennotierten Vergleichsunternehmen, die tatsächlich zu einem Vergleich herangezogen werden könnten. Etwaige Vergleichsunternehmen Foundation 9 (Spieleentwicklung) und Babel Media (Games Testing) sind nicht börsennotiert.

Für den Peer Group Vergleich wurden die folgenden vier Unternehmen gewählt, da zumindest hinsichtlich des thematischen Schwerpunktes – Testing Dienstleistungen –

eine gewisse Vergleichbarkeit zu Catalis aufweisen. Da die Vergleichsunternehmen jedoch im Testing von Haushaltsgeräten sowie der Zertifizierung von Lebensmitteln tätig sind, sollte dieser Vergleich lediglich als zusätzliche Information verstanden werden. Ein faires Kursniveau für die Catalis liefert der Vergleichsansatz nicht. Auch die Vergleichsgruppe der Spielehersteller bietet aufgrund der Inhomogenität der Geschäftsmodelle keinen sinnvollen Anhaltspunkt für einen Vergleich. Insbesondere die Tatsache, dass Kuju keine Spiele auf eigene Rechnung produziert, schränkt die Vergleichbarkeit deutlich ein.

### Testing- und Zertifizierungsdienstleister

- **Lionbridge** ist ein Anbieter von Globalisierungs- und Offshoring-Services. Zum Bereich des Globalisierungsservice gehört die Anpassung der Produkte/Unternehmensphilosophie der Auftraggeber an die sprachlichen, technischen und kulturspezifischen Anforderungen in der ganzen Welt. Zu den Offshoring-Services gehören die Entwicklung und Wartung von Anwendungen sowie Tests zum Sicherstellen der Qualität und Leistung der Software, Hardware, Verbrauchertechnologieprodukte etc.
- Die **Intertek** Group ist ein Anbieter von Inspektions- und Zertifizierungsservices. Das Unternehmen prüft und testet Textilien, Spielwaren, Öl-, Chemie-, Elektroprodukte, Bauwaren und Agrarprodukte. Intertek prüft und zertifiziert diese Produkte für Regierungen, Ex- und Importeure.
- Die **SGS-Gruppe** ist das weltweit führende Unternehmen auf den Gebieten Prüfen, Testen, Verifizieren und Zertifizieren. Die Kernbereiche des Unternehmens sind daher: Inspektionsservice (Inspektion der Qualität/Quantität von Handelswaren), Prüfservice (Testen von Produktqualität hinsichtlich Standards/Vorschriften), Zertifizierungsservice (Zertifizierung nach gesetzlichen Anforderungen/Standards).
- Die **SQS** ist eine weltweit agierende Organisation für Bewertungs- und Zertifizierungsleistungen. Darüber hinaus bietet SQS praxisorientierte Workshops und Seminare an. Die weltweite Anerkennung der SQS-Zertifikate wird durch die international anerkannte Akkreditierung der schweizerischen Akkreditierungsstelle (SAS) und die Mitgliedschaft beim Internationalen Netzwerk für Zertifizierung (IQNet) unterstützt.

### Kleine Spielhersteller

- **Frogster** fokussiert sich auf das Marktwachstum der Massivly Multiplayer Online Games. Hierzu werden die Vermarktungsrechte von Spielen gesichert oder eigene Massivly Multiplayer Online Games entwickelt, um diese dann hauptsächlich im deutschsprachigen und asiatischen Raum zu vermarktet.
- **The 9** ist ein in China ansässiger Entwickler und Vertreiber von Online-Spielen. Zum einen bietet das Unternehmen seine selbst entwickelten Online-Spiele an, darüber hinaus besitzt es aber noch exklusive Lizenzen für weitere Multiplayer Online-Spiele.

### Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
<i>Qualitätsmanagement</i>																
Intertek	GBp	9,00	1.419,6	1.786,5	0,62	0,74	0,79	996,8	1.213,5	1.290,1	193,2	233,1	244,6	148,4	186,9	193,7
Lionbridge	USD	1,03	58,9	76,1	n.a.	0,23	0,19	464,7	429,0	442,5	22,3	29,1	32,1	6,9	12,0	16,4
SGS SA	CHF	1175,00	9.190,9	8.839,6	75,48	79,87	84,42	4.784,6	5.086,9	5.385,8	1.026,3	1.057,5	1.120,8	827,6	843,5	891,5
SQS	EUR	2,69	42,4	59,2	0,40	0,37	0,39	144,0	153,2	162,0	16,5	16,9	17,8	13,3	13,7	14,8
<i>Spielerhersteller</i>																
Frogster	EUR	3,55	6,7	6,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
The9	USD	10,19	293,1	-26,1	2,14	1,54	1,55	253,9	289,9	327,2	87,5	73,6	76,9	55,4	31,3	35,8
<b>Catalis SE</b>	<b>EUR</b>	<b>0,20</b>	<b>7,6</b>	<b>10,9</b>	<b>0,08</b>	<b>0,05</b>	<b>0,06</b>	<b>38,1</b>	<b>37,7</b>	<b>39,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>

Quelle: SES Research, Bloomberg

Die Vergleichstabelle zeigt, dass die Peer Group, insbesondere hinsichtlich der Enterprise Value, außerordentlich inhomogen ist. Die verschiedenen Unternehmensgrößen einhergehend mit deutlich unterschiedlichen Wachstumspotenzialen sowie die abweichenden Geschäftsmodelle schränken die Aussagekraft der im Folgenden ermittelten Multiplikatoren stark ein. Die Tatsache jedoch, dass Catalis mit einem KGV von 4 für 2009 signifikant unterbewertet ist, wird auch in dieser Zusammenstellung deutlich.



## Peer-Group Catalis SE

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
<i>Qualitätsmanagement</i>																
Intertek	GBp	9,00	1.419,6	1.786,5	14,42	12,11	11,44	1,79	1,47	1,38	9,25	7,66	7,30	12,04	9,56	9,22
Lionbridge	USD	1,03	58,9	76,1	n.a.	4,58	5,42	0,16	0,18	0,17	3,41	2,62	2,37	11,05	6,34	4,64
SGS SA	CHF	1175,00	9.190,9	8.839,6	15,57	14,71	13,92	1,85	1,74	1,64	8,61	8,36	7,89	10,68	10,48	9,91
SQS	EUR	2,69	42,4	59,2	6,69	7,31	6,95	0,41	0,39	0,37	3,58	3,51	3,33	4,45	4,32	4,00
Mittelwert					12,22	9,68	9,43	1,05	0,94	0,89	6,21	5,54	5,22	9,55	7,68	6,94
<i>Spielerhersteller</i>																
Frogster	EUR	3,55	6,7	6,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
The9	USD	10,19	293,1	-26,1	4,77	6,61	6,58	-0,10	-0,09	-0,08	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Mittelwert					4,77	6,61	6,58	-0,10	-0,09	-0,08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mittelwert Gesamt					10,36	9,06	8,86	0,82	0,74	0,70	6,21	5,54	5,22	9,55	7,68	6,94
Median Gesamt					10,55	7,31	6,95	0,41	0,39	0,37	6,10	5,59	5,31	10,86	7,95	6,93
<b>Catalis SE</b>	<b>EUR</b>	<b>0,20</b>	<b>7,6</b>	<b>10,9</b>	<b>2,50</b>	<b>4,00</b>	<b>3,33</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,27</b>	<b>2,70</b>	<b>3,01</b>	<b>2,78</b>	<b>3,76</b>	<b>4,37</b>	<b>3,98</b>
Potenzial zum Mittelwert Gesamt in %					314%	127%	166%	188%	155%	153%	131%	84%	88%	154%	76%	74%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert Gesamt					0,83	0,45	0,53	0,74	0,65	0,64	0,57	0,44	0,45	0,64	0,42	0,41

Quellen: SES Research, Bloomberg

- 
- **Prüfung der DPR führte zur Intransparenz in schlechtem Kapitalmarktumfeld mit fatalen Folgen für den Aktienkurs**
  - **Quartalsberichte und Jahreszahlen liegen nun vor**
  - **Newsflow und Geschäftszahlen könnten als Trigger für eine Reduktion der aktuellen Unterbewertung fungieren**
- 

Die Catalis NV musste in 2008 die **Kapitalmarktkommunikation auf ein Minimum reduzieren**. Ursache war eine Untersuchung der DPR (Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung). Diese hat im Rahmen einer **zufälligen Stichprobenauswahl** den Jahresabschluss 2006 überprüft. Die Prüfstelle beanstandete dabei zwei Positionen der Transaktionsbilanzierung (Beratungskosten, Zuordnung von Vermögenswerten) sowie in Teilen die Zuordnung von Cash Flows. Zur Vermeidung einer weiteren Verzögerung der Veröffentlichung des Jahresabschlusses 2007 hat der Vorstand entschieden, den Vorgaben der DPR Folge zu leisten und entsprechende Umgliederungen vorzunehmen. Darüber hinaus hat Catalis in diesem Zusammenhang weitere Änderungen in der Bilanzierung vorgenommen, die sich auf die Erfassung der Bonusvereinbarung, die mit dem Kuju-Management im Rahmen der Transaktion verabredet wurde, sowie auf die Bewertung des gruppenweiten Aktienoptionsprogramms beziehen. Die Summe der vorgenannten Änderungen hat Effekte in den Jahren 2006 bis 2011 mit einem Schwerpunkt in 2007 und 2008. Die wesentlichen Veränderungen ergeben sich aufgrund von gewinnabhängigen Bonuszahlungen für das Management, der in 2007 akquirierten Kuju inc. Diese erfolgten in Catalis-Aktien und waren über den Verwässerungseffekt bereits teilweise in den Prognosen enthalten. Die Bonuszahlungen werden nun als laufende Personalkosten betrachtet und nicht mehr als Kaufpreiskomponente behandelt. Sämtliche Änderungen sind nicht zahlungswirksam.

Da die **Auditierung der Jahresabschlüsse jedoch deutlich mehr Zeit in Anspruch** nahm, als erwartet, konnte die Gesellschaft erst im Februar 2008 die Quartalsberichte Q1-Q3 und die vorläufigen 2008er Zahlen vorlegen. Diese Intransparenz führte vor dem Hintergrund des schwachen Kapitalmarktumfeldes zu einem drastischen Kursverfall der Aktie.

Die **Ankündigung einer Kapitalerhöhung** am 12.01.09 (8,96 Mio. Aktien / mit Bezugsrecht a EUR 0,15) sorgte für zusätzliche Unsicherheit. Denn obgleich das Kapital nicht zum Überleben des Unternehmens notwendig gewesen wäre, entstand dieser Eindruck aufgrund eines schwierigen Kapitalmarktumfeldes, deutlich eingeschränkter Refinanzierungsmöglichkeiten und der Tatsache, dass die Gesellschaft keinen aktuellen Bericht über die Geschäftslage vorlegen konnte. Die Kapitalerhöhung konnte mittlerweile erfolgreich platziert werden. Aufgrund dieses extrem belasteten Newsflows erholt sich der Aktienkurs jedoch erst langsam.

**Dies kann jedoch auch als Chance begriffen werden:** Die Quartalsberichte der Gesellschaft liegen nun vor. Ebenso eine Indikation für das Geschäftsjahr 2008. Anfang März 2009 präsentierte die Gesellschaft diese Entwicklungen. Mit Vorlage des endgültigen Geschäftsberichtes (April 2009) und des Berichtes über das Q1/09 (Mai 2009) wird sich die Transparenz über die Geschäftslage weiter erhöhen. **Dies könnte als Trigger zur Hebung der aktuellen drastischen Unterbewertung der Aktie fungieren.**

## Das Unternehmen

Catalis SE ist ein weltweit führender Anbieter für High-End-Services rund um die Entwicklung digitaler Inhalte für die Film-, Videospiele- und Telekommunikations-Industrie sowie in den Bereichen e-Learning und Software. Das Unternehmen bietet folgende Services an:

### Test-Dienstleistungen

Die Test-Dienstleistung wird über die Tochtergesellschaft Testronic Laboratories angeboten. Traditionell ist Catalis sehr stark im DVD-Film Markt verwurzelt. Hier ist Catalis weltweit Marktführer und Outsourcing-Partner der wichtigsten Filmstudios in Hollywood wie z.B. The Walt Disney Company oder Universal.

### Spiele-Entwicklung

Basierend auf einer diversifizierten strategischen Ausrichtung ist die Catalis Group inzwischen durch die Tochtergesellschaft Kuju Entertainment in der Spiele-Entwicklung vertreten. Sie betreibt 6 Entwicklungsstudios: Kuju America, doublesix, Nik Nak, Chemistry, Kuju London und Zoë Mode. Jeder der Standorte ist auf ein spezielles Videospiele-Genre ausgerichtet.

- **Kuju America – Casual Games für Wii:** Kuju America ist die jüngste Studiogründung von Kuju und das erste Studio außerhalb von Großbritannien. Aufgrund der blühenden Videospieleindustrie und des hohen Potenzials talentierter Entwickler, wurde das Studio in San Francisco angesiedelt. Kuju America konzentriert sich dabei in erster Linie auf den stark wachsenden Bereich der Casual Games, insbesondere für Nintendo Wii.
- **doublesix – Versuchs noch mal:** doublesix wurde ins Leben gerufen, um fesselnde „have another go“-Videospiele für alle downloadfähigen Formate zu entwickeln. Ziel ist es, die Gesellschaft führend im Bereich der digitalen Distribution auf allen Plattformen, XBLA, PSN, Wii-Ware und PC, zu etablieren.
- **Nik Nak – Junge Spieler:** Nik Nak entwickelt Videospiele für die Zielgruppe der 6- bis 12-jährigen. Das Studio wird nur solche Spiele entwickeln, die ein PEGI-Rating von 7+ (empfohlen ab 7 Jahren) oder niedriger haben (entspricht der ESRB-Kategorie „E“ – empfohlen ab 6 Jahre) und arbeitet zurzeit an der sehr erfolgreichen Ology-Serie, Dragonology und Wizardology, für Codemasters.
- **Chemistry – Unreal Engine Spezialisten:** Chemistry ist der neue Name des ehemaligen Studios Kuju Sheffield, das auf der jahrzehntelangen Erfahrung seiner Mitarbeiter aufbaut und sich nun voll und ganz auf die Entwicklung von Videospiele basierend auf dem Unreal Engine 3 Next-Gen Toolset konzentriert.
- **Headstrong Games – Helden/Action:** Headstrong Games ist der neue Name des ehemaligen Studios Kuju London, das im Jahr 2000 eröffnet wurde und derzeit drei Spiele in der Entwicklungsphase hat. Eines für einen großen Spielverleger und zwei weitere die noch nicht öffentlich angekündigt wurden. Zuvor hatte Headstrong Games das von den Kritikern sehr gelobte Spiel Battalion Wars für GameCube entwickelt.
- **Zoë Mode – Music und Party:** Zoë Mode ist Großbritanniens führender Entwickler von Musik- und Party-Spielen, mit so bekannten Titeln wie EyeToy® Play und Sing Star®. Das Studio entwickelt aber auch preisgekrönte Spiele wie CRUSH™ für SEGA.

Kuju arbeitet mit den meisten führenden Publishern zusammen und bietet auf Vertragsbasis Entwicklungsservices für alle Konsolentypen sowie PC-Plattformen an. Die Tochtergesellschaft verfügt über langjährige Geschäftsbeziehungen zu den meisten großen Videospieleverlagen wie EA Games, Sony, Sega, Nintendo, uvm. Die Catalis Gruppe beschäftigt insgesamt über 400 Mitarbeiter.

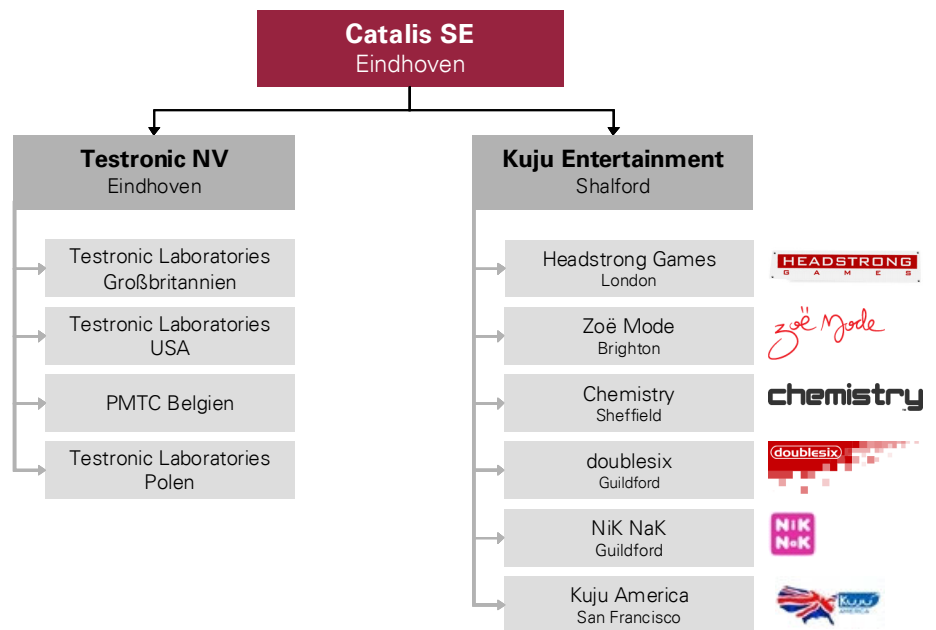
### Historische Entwicklung

Mit der Zusammenführung der beiden Unternehmen Aeronomic Ltd. und Conttec GmbH unter dem Namen aeco N.V. und der Börseneinführung an der Frankfurter Wertpapierbörse wurde im Juli 2000 der Grundstein für das heutige Unternehmen gelegt. Nach dem Ausstieg der Conttec GmbH im Oktober 2002 folgte im Januar 2003 die Umbenennung in Catalis N.V. und die Spezialisierung auf den Dienstleistungsbereich der Qualitätssicherung von Speichermedien. Mit drei strategischen Akquisitionen (USA, Polen, UK) im Jahr 2005 sowie der Übernahme von PMTC N.V. in 2006 hat Catalis sich in diesem Bereich erfolgreich verstärkt. Um die Geschäftsaktivitäten der Catalis um den Wachstumsbereich Entwicklung von Spielen zu erweitern, kam es in 2006 ebenfalls zur Akquisition der Kuju plc. Kuju gründete, nach erfolgreich abgeschlossener Integration in die Catalis Group, auf der Grundlage vielversprechender Wachstumsraten des Videospielmarktes zwei neue Studios (doublesix und NiKNaK). Um nun dem internationalen Charakter besser zu entsprechen kam es letztendlich in 2008 zur Umwandlung der Rechtsform der Gesellschaft in eine europäische Gesellschaft, Catalis SE.

### Organisationsstruktur

Das operative Geschäft der Catalis SE wird über die hundertprozentigen Tochtergesellschaften Testronic Laboratories und Kuju Entertainment an 14 Standorten in den USA, Großbritannien, Polen und Belgien betrieben. Die Muttergesellschaft Catalis SE berät ihre Tochterfirmen aktiv in Strategie-, Management- und Finanzfragen. Sämtliche Unternehmen werden zu 100% gehalten.

### Unternehmensstruktur



Quelle: SES Research, Catalis SE

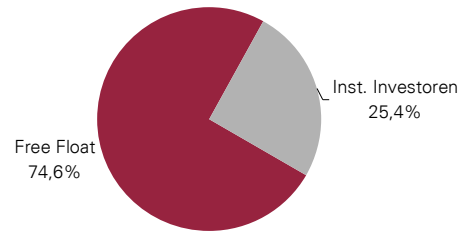
### Aktionäre, Management & Mitarbeiter

Es befinden sich 74,6% der Catalis SE Aktien im Streubesitz. Die restlichen 25,4% halten institutionelle Investoren.

Gesteuert wird die Catalis Gruppe über das Board of Directors, bestehend aus den beiden Executive Directors Klaus Nordhoff und Jeremy Lewis, sowie den vier Non-Executive Directors zu denen neben Chairman Dr. Jens Bodenkamp noch Dominic Wheatley, Robert Käß und Dr. Michael Hasenstab angehören.

---

**Aktionärsstruktur**



---

Quellen: Deutsche Börse

**Gewinn- und Verlustrechnung Catalis**

in EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>5,2</b>	<b>7,9</b>	<b>11,0</b>	<b>34,6</b>	<b>38,1</b>	<b>37,7</b>	<b>39,6</b>
Herstellungskosten	2,2	3,5	7,1	26,8	21,3	21,5	22,5
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>3,9</b>	<b>7,8</b>	<b>16,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,1</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,4	0,3	0,0	0,0	0,5	0,5	0,6
Verwaltungskosten	1,3	2,2	1,7	5,3	13,4	13,3	14,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,2	0,9	1,1	1,1	1,2
<b>EBITA</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,3	0,8	0,5	0,4	0,3
Finanzergebnis	0,1	0,0	-0,4	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>
Steuern gesamt	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung Catalis**

in % vom Umsatz

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Herstellungskosten	42,6 %	43,8 %	64,6 %	77,4 %	56,0 %	57,0 %	56,7 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>57,4 %</b>	<b>56,2 %</b>	<b>35,4 %</b>	<b>22,6 %</b>	<b>44,0 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>43,3 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	6,7 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Verwaltungskosten	24,6 %	28,1 %	15,5 %	15,2 %	35,3 %	35,3 %	35,3 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	1,6 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>EBITDA</b>	<b>28,1 %</b>	<b>26,5 %</b>	<b>26,2 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>9,9 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,1 %	2,0 %	1,9 %	2,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
<b>EBITA</b>	<b>26,0 %</b>	<b>24,5 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>6,9 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>26,0 %</b>	<b>24,5 %</b>	<b>24,2 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>6,9 %</b>
Zinserträge	1,0 %	0,3 %	0,4 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	0,0 %	0,0 %	2,5 %	2,3 %	1,3 %	1,1 %	0,8 %
Finanzergebnis	1,1 %	0,3 %	-4,0 %	-2,9 %	-1,3 %	-1,1 %	-0,8 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>27,2 %</b>	<b>24,8 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>6,1 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>27,2 %</b>	<b>24,8 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>6,1 %</b>
Steuern gesamt	-16,1 %	0,8 %	0,2 %	-0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>43,2 %</b>	<b>24,0 %</b>	<b>20,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,8 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>43,2 %</b>	<b>24,0 %</b>	<b>20,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,8 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>43,2 %</b>	<b>24,0 %</b>	<b>20,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>6,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,8 %</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz Catalis**

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	3,4	7,0	15,3	15,3	15,3	15,3
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,1	3,4	6,9	15,0	15,0	15,0	15,0
Sachanlagen	0,2	0,4	1,0	1,9	1,8	1,7	1,6
Finanzanlagen	0,0	0,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,4</b>	<b>3,9</b>	<b>8,8</b>	<b>17,2</b>	<b>17,1</b>	<b>17,0</b>	<b>16,9</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,3	2,2	3,6	4,6	5,2	5,2	5,4
Sonstige Vermögensgegenstände	1,4	1,5	2,6	4,7	4,7	4,7	4,7
Liquide Mittel	1,1	3,1	8,5	2,7	4,9	8,3	10,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>3,8</b>	<b>6,7</b>	<b>14,7</b>	<b>12,0</b>	<b>14,8</b>	<b>18,1</b>	<b>20,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>4,1</b>	<b>10,7</b>	<b>23,5</b>	<b>29,2</b>	<b>31,9</b>	<b>35,2</b>	<b>37,8</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,6	2,3	2,3	2,7	2,7	3,6	3,6
Kapitalrücklage	14,4	15,8	15,7	18,5	18,5	18,9	18,9
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	4,3	6,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-13,3	-11,4	-8,7	-8,4	-8,4	-8,3	-8,4
<b>Buchwert</b>	<b>2,6</b>	<b>6,6</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,6</b>	<b>6,6</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>15,1</b>	<b>18,5</b>	<b>20,7</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,5</b>	<b>3,0</b>	<b>10,6</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,3	2,9	5,1	5,5	5,5	5,8
Sonstige Verbindlichkeiten	0,4	0,4	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>1,5</b>	<b>4,0</b>	<b>14,2</b>	<b>16,3</b>	<b>16,7</b>	<b>16,7</b>	<b>17,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>4,1</b>	<b>10,7</b>	<b>23,5</b>	<b>29,2</b>	<b>31,9</b>	<b>35,2</b>	<b>37,8</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz Catalis**

in % der Bilanzsumme

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,2 %	31,3 %	29,6 %	52,5 %	48,0 %	43,5 %	40,5 %
davon übrige imm. VG	0,0 %	0,0 %	0,3 %	1,3 %	1,1 %	1,0 %	1,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	3,2 %	31,3 %	29,4 %	51,2 %	46,9 %	42,5 %	39,6 %
Sachanlagen	5,5 %	3,5 %	4,1 %	6,4 %	5,6 %	4,9 %	4,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	1,7 %	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>8,8 %</b>	<b>36,5 %</b>	<b>37,4 %</b>	<b>58,8 %</b>	<b>53,6 %</b>	<b>48,4 %</b>	<b>44,8 %</b>
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	30,9 %	20,3 %	15,3 %	15,7 %	16,3 %	14,8 %	14,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	33,8 %	13,6 %	11,0 %	16,0 %	14,7 %	13,3 %	12,4 %
Liquide Mittel	27,3 %	29,2 %	36,4 %	9,3 %	15,3 %	23,5 %	28,6 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>92,0 %</b>	<b>63,0 %</b>	<b>62,6 %</b>	<b>41,0 %</b>	<b>46,3 %</b>	<b>51,6 %</b>	<b>55,2 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	38,4 %	21,5 %	9,8 %	9,2 %	8,4 %	10,2 %	9,5 %
Kapitalrücklage	350,2 %	147,3 %	67,0 %	63,5 %	58,1 %	53,8 %	50,1 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	7,1 %	12,1 %	17,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-325,5 %	-106,9 %	-37,2 %	-28,7 %	-26,3 %	-23,5 %	-22,2 %
<b>Buchwert</b>	<b>63,2 %</b>	<b>61,9 %</b>	<b>39,6 %</b>	<b>44,0 %</b>	<b>47,4 %</b>	<b>52,6 %</b>	<b>54,8 %</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>63,2 %</b>	<b>61,9 %</b>	<b>39,6 %</b>	<b>44,0 %</b>	<b>47,4 %</b>	<b>52,6 %</b>	<b>54,8 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>11,6 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>1,0 %</b>	<b>10,2 %</b>	<b>9,3 %</b>	<b>8,5 %</b>	<b>7,9 %</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>12,2 %</b>	<b>27,7 %</b>	<b>45,1 %</b>	<b>28,0 %</b>	<b>25,7 %</b>	<b>23,3 %</b>	<b>21,7 %</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,7 %	3,2 %	12,2 %	17,4 %	17,2 %	15,6 %	15,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	10,1 %	3,8 %	2,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>37,6 %</b>	<b>37,7 %</b>	<b>60,4 %</b>	<b>55,8 %</b>	<b>52,4 %</b>	<b>47,5 %</b>	<b>45,0 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Catalis**

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,3	1,9	2,2	1,8	2,3	2,0	2,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,2	0,9	1,1	1,1	1,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	1,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	-1,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,3	-3,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,0	-1,0	0,3	-3,0	-0,2	0,0	0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,4</b>	<b>1,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>
CAPEX	-0,1	-0,3	-0,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-4,4	-7,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	-3,2	-0,7	0,9	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	2,5	8,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>4,6</b>	<b>8,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	2,2	2,0	5,5	-5,3	2,2	3,4	2,5
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>8,5</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>8,3</b>	<b>10,8</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)



## Kennzahlen Catalis

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	31,3 %	31,7 %	13,9 %	14,9 %	36,4 %	36,4 %	36,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	63.515	82.821	87.586	86.701	88.385
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	16.619	8.892	9.284	8.323	8.750
EBIT-Marge	26,0 %	24,5 %	24,2 %	7,7 %	7,6 %	6,6 %	6,9 %
EBITDA / Operating Assets	109,5 %	95,2 %	169,6 %	270,9 %	271,6 %	254,2 %	325,2 %
ROA	634,5 %	48,5 %	25,0 %	10,7 %	13,3 %	11,6 %	13,7 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	23,0	20,9	11,4	18,6	21,3	21,9	24,7
Operating Assets Turnover	3,9	3,6	6,5	25,2	25,6	26,5	32,8
Capital Employed Turnover	1,5	0,8	0,5	1,4	1,4	1,3	1,2
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	38,1 %	28,7 %	17,7 %	12,1 %	11,5 %	8,9 %	8,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	41,2 %	31,1 %	19,1 %	16,8 %	16,1 %	12,9 %	12,7 %
ROE	88,0 %	28,6 %	23,6 %	14,2 %	15,0 %	10,7 %	11,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	174,4 %	41,2 %	27,6 %	16,5 %	16,3 %	11,8 %	11,8 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	174,4 %	41,2 %	27,6 %	16,5 %	16,3 %	11,8 %	11,8 %
ROIC	57,2 %	18,3 %	10,8 %	7,6 %	8,6 %	6,7 %	7,2 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-0,6	-0,2	2,1	5,5	3,3	-0,1	-2,6
Net Gearing	-23,9 %	-2,5 %	22,0 %	42,5 %	21,8 %	-0,5 %	-12,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	517,8 %	223,8 %	87,8 %	157,0 %	184,8 %	226,1 %	253,1 %
Current ratio	6,7	9,0	4,4	2,3	2,6	3,3	3,6
Acid Test Ratio	3,6	6,3	4,1	1,5	1,7	2,1	2,4
EBITDA / Zinsaufwand	n.a.	n.a.	10,3	4,7	8,1	9,1	13,1
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	11,5	3,5	5,8	6,2	9,1
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	2,2	0,8	2,4	0,9	2,2	2,0	2,5
Free Cash Flow / Umsatz	43,0 %	9,8 %	21,5 %	2,5 %	5,7 %	5,4 %	6,4 %
Adj. Free Cash Flow	1,4	1,8	2,5	3,0	3,3	2,9	3,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	41,9 %	21,8 %	19,8 %	6,8 %	7,0 %	6,3 %	6,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	98,6 %	41,0 %	107,2 %	47,8 %	94,9 %	103,1 %	109,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,6 %	1,3 %	0,8 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	0,0 %	0,0 %	4,1 %	8,4 %	6,1 %	4,9 %	3,7 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	2,3 %	6,2 %	3,7 %	3,1 %	2,8 %	2,8 %	2,7 %
Maint. Capex / Umsatz	2,3 %	3,9 %	3,7 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %
CAPEX / Abschreibungen	110,1 %	306,9 %	187,9 %	102,7 %	93,5 %	94,5 %	90,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	21,3 %	18,6 %	11,6 %	0,3 %	-1,0 %	-0,8 %	-0,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	837,7 %	624,8 %	125,5 %	90,4 %	94,5 %	94,5 %	93,1 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0
Receivables collection period (Tage)	88,4	100	119	48,3	50,0	50,0	50,0
Payables payment period (Tage)	10,6	16,0	94,8	53,5	53,0	53,0	53,0
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-3,0	-3,0	-3,0
<b>Bewertung</b>							
P/B	4,2	1,7	1,2	0,9	0,7	0,6	0,5
EV/sales	3,2	2,1	1,5	0,5	0,4	0,3	0,2
EV/EBITDA	11,2	7,9	5,7	4,4	3,5	3,0	2,1
EV/EBIT	12,1	8,5	6,2	6,1	4,9	4,4	3,1
EV/FCF	7,3	21,2	7,0	18,8	6,6	5,3	3,3
P/E	1,9	3,6	2,9	4,1	3,6	5,8	4,8
P/CF	4,6	5,3	4,4	2,2	3,2	3,5	3,1

Quellen: Catalis (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - Catalis SE**

Angaben in Mio. EUR

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	2,3	1,9	2,2	1,8	2,3	2,0	2,3
+ Abschreibung + Amortisation	0,1	0,2	0,2	1,0	1,1	1,1	1,2
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,0	-0,4	-1,0	-0,5	-0,4	-0,3
+ Steuern	-0,8	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,1	0,3	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,5%	13,7%	19,0%	22,8%	30,2%	38,3%	63,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>13,0</b>	<b>10,9</b>	<b>7,5</b>	<b>5,0</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>13,7</b>	<b>17,8</b>	<b>24,7</b>	<b>29,7</b>	<b>32,9</b>	<b>28,7</b>	<b>31,7</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	5,5	5,5	5,5	5,5	3,3	-0,1	-2,6
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>8,2</b>	<b>12,4</b>	<b>19,3</b>	<b>24,2</b>	<b>29,6</b>	<b>28,8</b>	<b>34,3</b>
Aktienanzahl (Mio.)	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,51</b>	<b>0,64</b>	<b>0,78</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	8,5%	63,1%	154,1%	219,5%	290,5%	280,1%	353,0%

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	0,13	0,22	0,36	0,46	0,58	0,59	0,71
	12,0%	0,16	0,25	0,40	0,51	0,64	0,63	0,77
Fairer	11,0%	0,18	0,28	0,45	0,57	0,70	0,69	0,83
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,51</b>	<b>0,64</b>	<b>0,78</b>	<b>0,76</b>	<b>0,91</b>
Yield	9,0%	0,26	0,38	0,58	0,73	0,88	0,84	1,00
	8,0%	0,31	0,44	0,67	0,83	1,00	0,95	1,12
	7,0%	0,37	0,53	0,79	0,97	1,15	1,08	1,26

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**DCF Modell - Catalis SE**

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	38,1	37,7	39,6	41,6	43,7	45,8	48,1	50,5	53,1	55,7	58,5	61,4	62,4	63,3
Veränderung	10,1%	-1,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,5%	1,5%
EBIT	2,9	2,5	2,7	2,9	3,1	3,2	3,4	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,4	4,4
EBIT-Marge	7,6%	6,6%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Steuerquote	5,0%	5,0%	5,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	2,8	2,4	2,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9
Abschreibungen	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
in % vom Umsatz	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,2	0,0	0,1	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9
Investitionsquote	2,8%	2,8%	2,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,6	2,4	2,8	1,5	2,0	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	20,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	9,98%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2021	19,5		
Terminal Value	9,9		
Verbindlichkeiten	-8,2		
Liquide Mittel	2,7	Aktienzahl (Mio.)	37,90
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>23,9</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,63</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

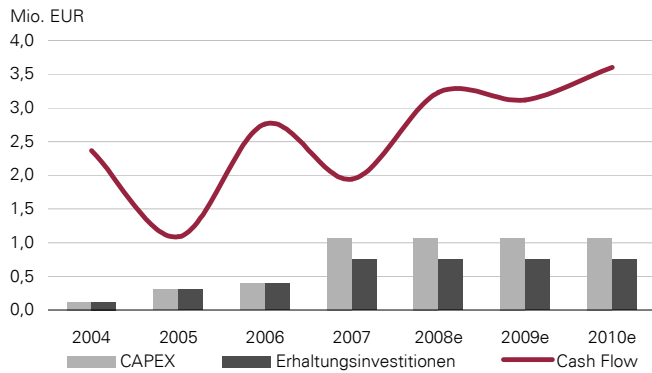
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	<b>1,50%</b>	1,75%	2,00%	2,25%
10,98%	0,54	0,54	0,55	0,56	0,56	0,57	0,57
10,48%	0,57	0,58	0,59	0,59	0,60	0,61	0,61
10,23%	0,59	0,60	0,60	0,61	0,62	0,63	0,63
<b>9,98%</b>	0,61	0,62	0,62	<b>0,63</b>	0,64	0,65	0,66
9,73%	0,63	0,64	0,65	0,65	0,66	0,67	0,68
9,48%	0,65	0,66	0,67	0,68	0,69	0,70	0,71
8,98%	0,70	0,71	0,72	0,73	0,74	0,75	0,77

**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,98%	0,40	0,46	0,51	0,56	0,61	0,66	0,71
10,48%	0,43	0,49	0,54	0,59	0,64	0,70	0,75
10,23%	0,45	0,50	0,56	0,61	0,67	0,72	0,77
<b>9,98%</b>	0,46	0,52	0,58	<b>0,63</b>	0,69	0,74	0,80
9,73%	0,48	0,54	0,60	0,65	0,71	0,77	0,83
9,48%	0,50	0,56	0,62	0,68	0,74	0,79	0,85
8,98%	0,54	0,60	0,67	0,73	0,79	0,85	0,92

Quelle: SES Research

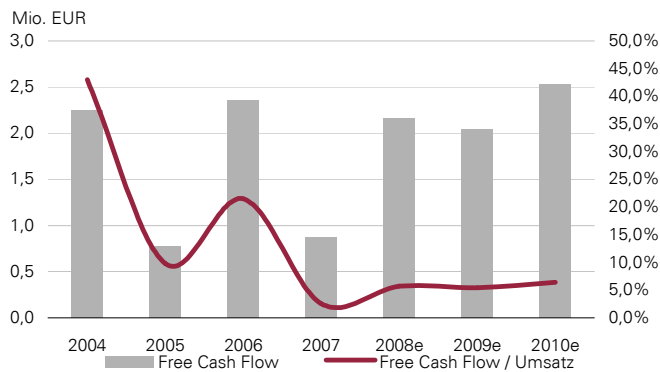
**Catalis SE - Investitionen und Cash Flow**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Catalis bewegt sich auf einem langfristig intakten Wachstumspfad
- CAPEX und Erhaltungsinvestitionen sind bei Dienstleistern wie Catalis von untergeordneter Bedeutung

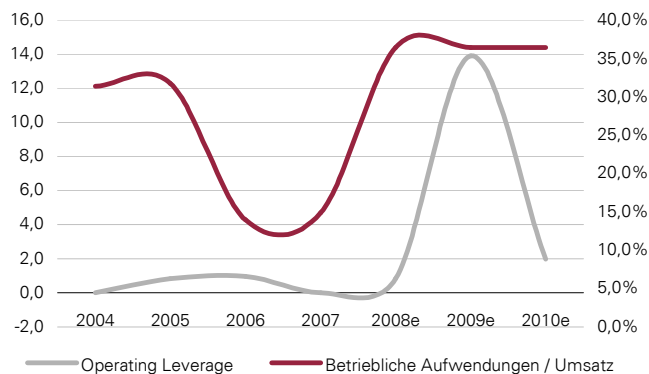
**Catalis SE - Free Cash Flow Generation**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow vom Umsatz sollte sich ab 2008 auf einem stabilen Niveau von ca. 5% bewegen

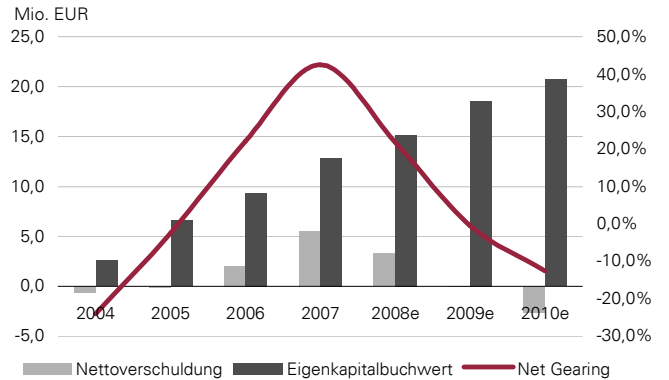
**Catalis SE - Operating Leverage**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Die betrieblichen Aufwendungen vom Umsatz spiegeln die strukturellen Veränderungen bei Catalis wider
- Die vielen Akquisitionen machen die historische Quote unrepresentativ

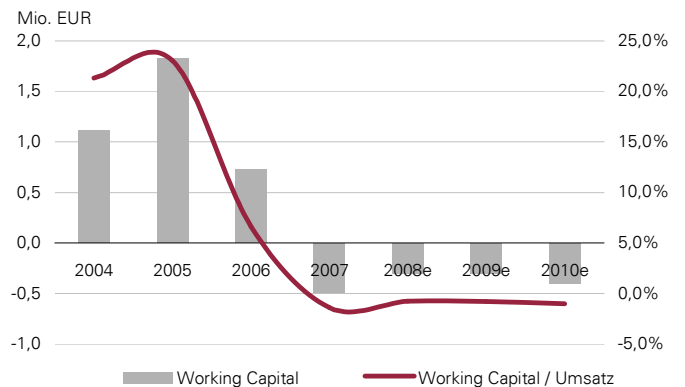
**Catalis SE - Bilanzqualität**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Starke Cash-Flows sollten Verschuldung zurückfahren
- Kapitalerhöhung wirkte sich ebenfalls mindernd auf die Verschuldung aus

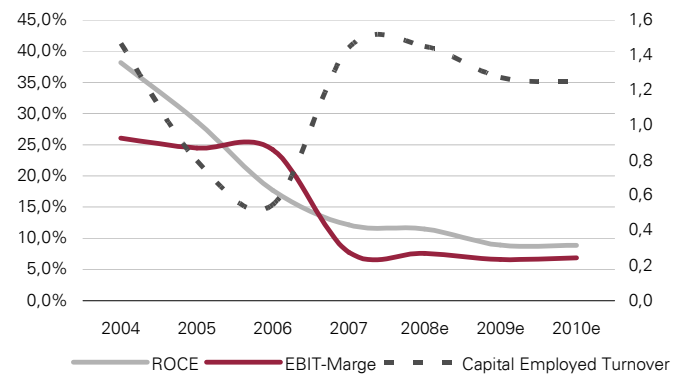
**Catalis SE - Working Capital**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Der Erwerb der Kuju führte zu einer Reduktion des Working Capital aufgrund von Vorauszahlungen
- Im Konzern ist es negativ

**Catalis SE - ROCE Entwicklung**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Engagement im Spiele Bereich (2007) erhöhte zwar das EBIT aber verringerte die Marge und den ROCE

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die SES Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

**K Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

**H Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

**V Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

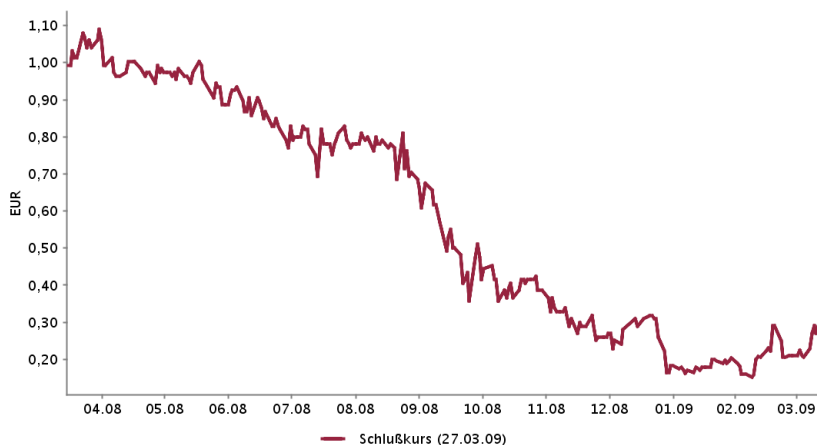
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	55%
Halten	62	30%
Verkaufen	21	10%
Empf. ausgesetzt	9	4%
<b>Gesamt</b>	<b>205</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	78	63%
Halten	34	27%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
<b>Gesamt</b>	<b>124</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
CATALIS SE am 30.03.09**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemier</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	<b>Tim Oliver Wunderlich</b>	+49 (0)40-309537 – 185 wunderlich@ses.de

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Dr. James F. Jackson</b> Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Wolf-Oliver Jürgens</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
<b>Denis Moreau</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		