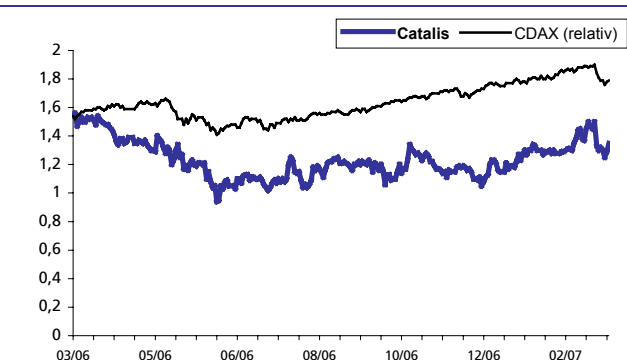


Kaufen Risiko: **Kursziel: EUR 2,00**
(Ersteinschätzung) Hoch

Catalis: Mal testen!

Bloomberg: XAE GY Kurs: EUR 1,34
Reuters: AECO.DE CDAX: 608,25
ISIN: NL0000233625
Internet: www.catalisgroup.com/
Segment: General Standard
Branche: Content-testing, Games-development



Kursdaten: Bloomberg 07.03.2007 / Schlusskurs

Kurs Hoch / Tief 52 Wochen: EUR 1,56 / EUR 0,94
Marktkapitalisierung: EUR 34,11 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 32,39 Mio.
Aktienzahl (voll verwässert): 25,27 Mio.

Aktionäre: Streubesitz 69,60%
Management und Angestellte 30,40%

Termine:

Analyse: SES Research

Veröffentlichung: 08.03.2007
Felix Ellmann (Analyst) +49-(0)40 309537-12

Institutionelle Kundenbetreuung: M.M.Warburg & CO

Barbara C. Effler (Head of Equities) +49-(0)40 3282-2636

Institutional Equity Sales

Christian Alisch +49-(0)40 3282-2667
Matthias Fritsch +49-(0)40 3282-2696
Dr. James F. Jackson +49-(0)40 3282-2664
Oliver Jürgens +49-(0)40 3282-2666
Benjamin Kassen +49-(0)40 3282-2630
Marina Konzog +49-(0)40 3282-2669
Dirk Rosenfelder +49-(0)40 3282-2692
Marco Schumann +49-(0)40 3282-2665
Andreas Wessel +49-(0)40 3282-2663

Sales Trading

Oliver Merckel +49-(0)40 3282-2634
Thekla Struve +49-(0)40 3282-2668
Gudrun Bolsen +49-(0)40 3282-2679
Nils Carstens +49-(0)40 3282-2701

Sales Assistance

Wiebke Möller +49-(0)40 3282-2703
Kerstin Muthig +49-(0)40 3282-2632

Catalis ist Marktführer im Nischenmarkt des DVD-Testings (Outsourcing). Der Marktanteil liegt bei ca. 75 %. Das Testing fällt in den Herstellungskosten einer DVD kaum ins Gewicht, wenngleich dieser Schritt eine hohe strategische Relevanz besitzt. Dieser Markt ist daher gekennzeichnet durch eine geringe Preissensibilität der Kunden. Da es nur wenige große Kunden gibt (Paramount, Walt Disney, Universal), die sehr sensibel mit ihren Inhalten umgehen und mit Catalis erfolgreich und eingespielt arbeiten, halten wir die Position der Catalis für gefestigt.

Zwei Akquisitionen, die PMTC aber insbesondere die Kuju werden die Catalis in **ihrer Größe mehr als verdoppeln**. Während die PMTC als Ergänzung im Testing-Bereich zu sehen ist, erschließt sich die Catalis mit Kuju das neue Geschäftsfeld Spieleentwicklung (Games Development). Durch Umstrukturierungen (Beendigung einer Eigenproduktion) und Synergien sollte es gelingen, die Kuju kurzfristig deutlich rentabler zu machen. Da die Akquisition günstig war und in wesentlichen Teilen fremdfinanziert, ergibt sich ein **erheblicher Werteffekt** für das Eigenkapital. Selbst auf Basis unserer konservativen Prognosen ergibt sich deutliches Ergebnispotenzial. 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.

Der kurzfristige Newsflow wird dominiert sein von Meldungen, welche die Visibilität der Kuju und des neuen Catalis-Konzerns erhöhen. **Derzeit ist es weitgehend unbekannt, was für ein erhebliches Wertpotenzial die getätigte Akquisition in sich birgt.** Dies wird sich unseres Erachtens im Rahmen der Vorlage der Jahreszahlen und des Ausblicks sowie im Zuge der ersten konsolidierten Quartalsberichte abzeichnen.

Wir halten die Catalis Aktie für **deutlich unterbewertet**. Dies zeigt allein das einstellige KGV für das laufende Jahr 2007. Auch wenn die Vergleichsgruppe nicht aussagekräftig ist, so gibt es hier keinen derart günstigen Wert. Besonders deutlich wird die Unterbewertung im DCF-Modell, welches einen Wert von EUR 2,01 für die Catalis indiziert. Eine Bewertung auf Basis des Free-Cash-Flow-Yield 2008 (EUR 2,02) indiziert ein ähnliches Niveau. **Wir empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von EUR 2,00 zum Kauf.**

Geschäftsjahresende	12/04	12/05	12/06e	12/07e	12/08e
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 1,34 EUR					
Umsatz	5,2	7,9	10,8	31,9	36,7
Rohtragsmarge	57,4%	56,2%	53,0%	39,0%	39,0%
EBITDA	1,5	2,1	3,2	5,7	6,6
EBITDA-Marge	28,3%	26,5%	29,8%	18,0%	18,0%
EBIT	1,4	1,9	3,0	4,8	5,5
EBIT-Marge	26,0%	24,5%	28,0%	15,0%	15,0%
Nettoergebnis	2,3	1,9	2,7	3,9	4,3
Ergebnis je Aktie	0,14	0,08	0,12	0,16	0,17
Cash-Flow je Aktie	0,14	0,04	0,10	0,09	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	6,44	4,26	3,11	1,05	0,92
EV/EBITDA	22,79	16,07	10,41	5,85	5,09
EV/EBIT	24,75	17,40	11,10	7,02	6,11
KGV	9,57	16,75	11,17	8,38	7,88
ROCE	38,1%	28,7%	24,3%	24,9%	21,5%
Adj. Free Cash Flow Yield	4,2%	5,6%	7,2%	12,2%	15,0%

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Company Background

Die Catalis N.V. ist ein weltweit tätiger Anbieter von Testing-Dienstleistungen für den Bereich DVD, Spiele, Software und Hardware. Im Bereich DVD, der rund 70% des Geschäftes ausmacht, ist Catalis marktführender Outsourcing Partner von den wichtigsten Content Anbietern. Durch die beiden letzten Akquisitionen der PMTC und der Kuju wurde das Geschäft auf eine breitere Basis gestellt und insbesondere auch der Games-Markt erschlossen, wo Catalis nicht nur im Bereich Testing arbeitet, sondern generell als „verlängerte Werkbank“ für Content und andere Dienstleistungen fungiert. Die „alte Catalis“ (ohne Kuju) beschäftigt rund 150 Mitarbeiter. Die jüngst akquirierte Kuju Inc., ein Auftragsfertiger für Computerspiele, bringt noch mal 170 weitere Mitarbeiter.

Der Vorstand der Catalis N.V. besteht aus Dr. Michael Hasenstab, Erich Hoffmann und Robert Käß. Rund 70% der Aktien befinden sich im Streubesitz. 30,4% befinden sich im Besitz von Management und Angestellten.

Competitive Quality

Der wichtigste Bereich der Catalis ist der DVD-Markt. Nach der Übernahme von Kuju wird der Games-Markt ebenfalls wichtig sein. Die anderen Bereiche sind in ihrer strategischen Bedeutung eher von untergeordneter Rolle.

Die Kosten eines DVD-Testings sind verschwindend gering, gemessen an den Produktionskosten oder gar an den Kosten, die durch ungewollte Raubkopien entstehen. Da es im DVD-Testing damit primär auf die Qualität des Prozesses ankommt, ergibt sich eine geringe Preissensibilität der Kunden und kaum Verdrängungswettbewerb bei den Anbietern. Damit ist die Position der Catalis gefestigt, da das Unternehmen im Outsourcing-Markt die wichtigsten Kunden bedient (der Marktanteil beträgt 75%).

Im Bereich des Games-Development wird sich die Kuju in einem stark wachsenden Markt gegen eine Vielzahl von Konkurrenten zu behaupten haben. Hier hängt es sehr von der Nachhaltigkeit der guten Produktionsleistungen ab, ob sich ein Wachstum auf Höhe des Marktwachstums oder gar zu Lasten von Wettbewerbern darstellen lässt. Kuju hat bereits sehr erfolgreiche Titel im Rahmen der Auftragsfertigung für große Publisher produziert. Wir gehen davon aus, dass dies dem Unternehmen auch in Zukunft gelingen wird.

Performance & Forecast

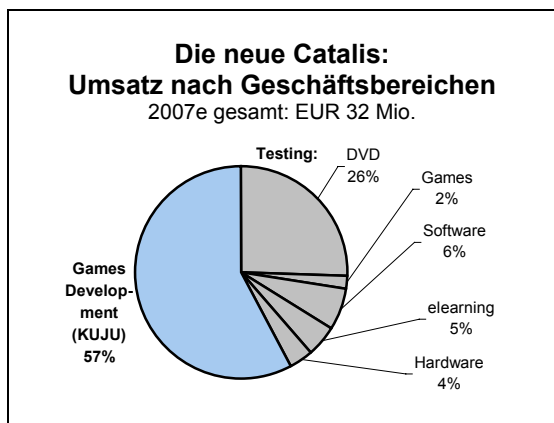
Im Kernbereich der Catalis, dem DVD-Testing, hat das Unternehmen alle großen Filmstudios als Kunden und wird dort mit zunehmendem Marktvolumen und erhöhter Komplexität der Inhalte weiter wachsen können.

Für Kuju respektive den Bereich Games-Development erwarten wir ein marktkonformes Top-Line-Wachstum. Die langfristigen Möglichkeiten, die sich aus den Synergien im Konzern ergeben, haben wir dabei noch nicht berücksichtigt. Insbesondere die Kundenbeziehungen der Catalis zu großen Content-Produzenten im DVD-Bereich könnten sich positiv auf die Auslastung und das Wachstum der Kuju auswirken. Wir nehmen hier jedoch keine steigenden Margen an.

Die Akquisition und die deutliche Verbreiterung der Geschäftsbasis in 2006/2007 führt jedoch zu einer relativen Abnahme der Konzernkosten in der Marge.

Unsere Prognosen basieren auf 3 wesentlichen Annahmen:

- Wir erwarten für das originäre Kerngeschäft der Catalis sowie für den akquirierten QM-Dienstleister PMTC moderate Wachstumsraten im Umsatz bei nahezu unveränderten Margen. Wir wählen diesen konservativen Ansatz, da Catalis den Fokus in den kommenden Jahren verstärkt auf die Integration der Kuju legen wird.



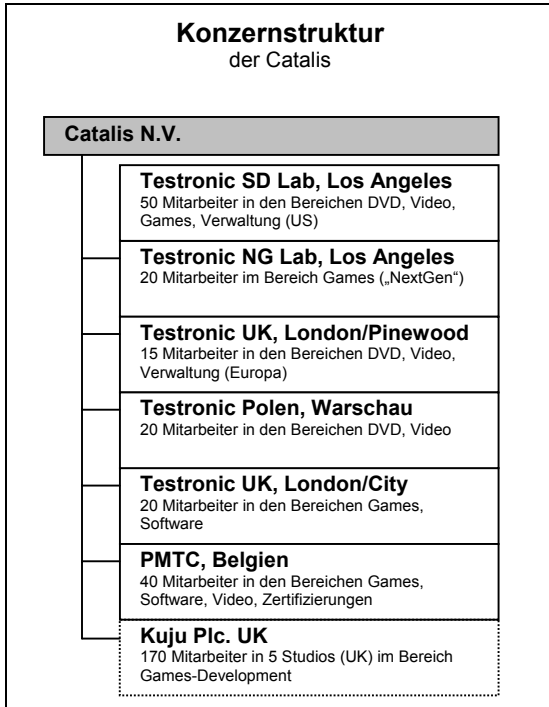
Grafik 1; Quelle:SES Research

Erwartete Wachstumsraten und Margen		
	CAGR 06-08	
	Umsatz	EBIT
Catalis (alt)	5%	6%
PMTC	5%	6%
Kuju	12%	18%

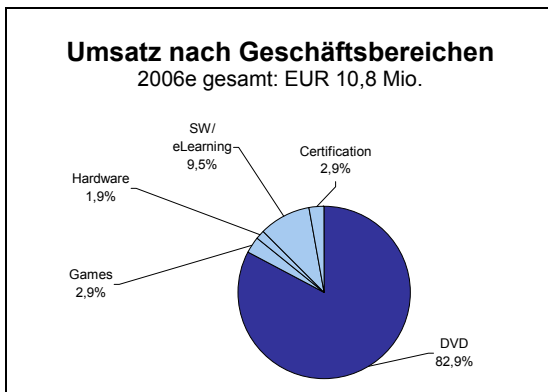
Tabelle 1; Quelle:SES Research

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
<ul style="list-style-type: none"> • Wir erwarten eine reibungslose Integration der Kuju und eine erfolgreiche Konsolidierung der Umsätze und Erträge bei marktconformem Wachstum. • Wir erwarten eine überproportionale Ertragssteigerung bei Kuju, da es gelingen sollte, das Unternehmen auf die reine Auftragsproduktion zu refokussieren und vor allem die Kosten der Börsennotierung zu reduzieren (Delisting). <p>Die Ertragssteigerungen bei Catalis basieren im Wesentlichen nur auf der erfolgreichen Eingliederung der Kuju. Diese Annahmen beinhalten eindeutiges Upside-Potenzial, da sie nahezu ausschließlich das anorganische Wachstum berücksichtigen. Die Tatsache, dass die Catalis in der Vergangenheit organisch um gut 30% gewachsen ist, was ggf. sogar fortgeschrieben werden könnte, berücksichtigen diese Annahmen nicht.</p> <h3>Value</h3> <p>Die gute Ergebnisperspektive schlägt sich in einer sehr attraktiven Bewertungssituation nieder:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Der adjustierte Free-Cash-Flow-Yield führt zu einem Kursziel von EUR 2,28. • Das DCF-Modell deutet einen fairen Wert je Aktie von EUR 2,23 und damit ein nur unwesentlich niedrigeres Kursziel an. • Der Peer Group Vergleich ist aufgrund des Mangels an Vergleichsunternehmen von beschränkter Aussagekraft, indiziert jedoch einen deutlichen Bewertungsabschlag <p>Wir empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von EUR 2,00 zum Kauf.</p> <h3>Newsflow</h3> <p>Die Catalis ist bislang noch sehr unbekannt. Neben der Tatsache, dass das Unternehmen den Sitz in den Niederlanden hat und aus London geführt wird, ist dafür sicher auch der bislang geringe Marktwert verantwortlich. Mit der Kuju-Akquisition könnte sich dieser auf knapp EUR 40 Mio. erhöhen, was eine erhöhte Aufmerksamkeit auf diese weitgehend unbekannt Story lenkt. Auch ist die Liquidität der Aktie noch sehr gering. Wir gehen davon aus, dass sich auch diese sukzessive erhöht.</p> <p>Wir rechnen ab Mitte / Ende Februar mit der Bekanntgabe des Jahresabschlusses der Catalis für 2006. In diesem Zusammenhang sollte es auch einen Ausblick geben, in dem die Ertragssituation der „neuen Catalis“ (inkl. Kuju) bekannt wird. Diese erhöhte Visibilität sollte sich sehr positiv auf die Kurse der Catalis auswirken.</p> <p>Allein die Erhöhung der Transparenz stellt einen erheblichen Katalysator für die Kursentwicklung dar.</p> <h3>Schlussfolgerung</h3> <p>Catalis ist in ihrem Kerngeschäft nachhaltig profitabel und wachstumsstark. Der Erwerb der Kuju stellt das Unternehmen sowohl zahlenmäßig als auch strategisch auf eine breitere Basis. Der Kaufpreis und die Verwässerung durch die Ausgabe neuer Aktien für das Management der Kuju sind dabei gering und der leverage der Gesellschaft ist ökonomisch sinnvoll. Kuju sollte dank Synergien (Eingliederung, Delisting etc.), der Beendigung defizitärer Aktivitäten und des sehr guten Marktumfeldes schon kurzfristig gute Ergebnisbeiträge liefern. Die optionsbasierte Entlohnungskomponente des Managements bestätigt diese Einschätzung. Gepreist ist all dies jedoch noch nicht. Wir halten die Aktie bei EUR 2,00 für angemessen bezahlt.</p>						

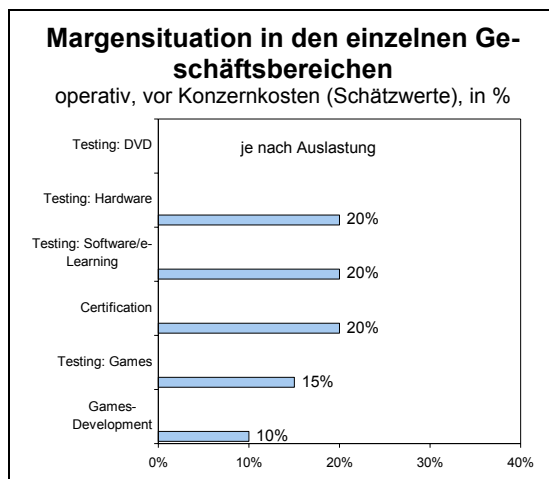
Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 2; Quelle: Catalis



Grafik 3; Quelle: Deutsche Börse



Grafik 4; Quelle: Catalis

Zum Verständnis der Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells und der Wettbewerbsqualität der Catalis sind vor allem folgende Aspekte von Bedeutung. Zunächst einmal ist ein Verständnis der Tätigkeit notwendig, denn der Markt für Qualitätssicherung ist ein besonderer. Darauf aufbauend wird erläutert, wie Catalis in diesem Markt mit den eigenen Tochterfirmen aufgestellt ist. Dritter Faktor, welcher die Wettbewerbsqualität untermauert, sind die exzellenten Kundenbeziehungen der Catalis, die nicht ohne weiteres durch Wettbewerber erreicht werden können. In diesem Zusammenhang wird auf das Makro-Umfeld wesentlicher Wachstumstreiber eingegangen. Abschließend wird die Akquisition der Kuju und ihre Auswirkungen auf die Wettbewerbsqualität erörtert.

Prinzip der Qualitätssicherung digitaler Medien

Prinzipiell handelt es sich bei den Qualitätssicherungsdienstleistungen um einen Nischenmarkt. Natürlich spielen hier die Content-Eigentümer eine große Rolle. Catalis schätzt, dass der Anteil des sogenannten „Inhouse-Marktes“ ca. 20% am Gesamtmarkt beträgt. 80% entfallen auf Outsourcing-Dienstleister. Im Bereich DVDs der bei Catalis über 80% des Umsatzes ausmacht, ist das Unternehmen Marktführer. Der Marktanteil von Catalis im outgesourcten Markt beträgt ca. 75% im Bereich der DVDs. Zu den Kunden von Catalis gehören neben den großen Majorstudios auch viele Filmstudios aus der zweiten Reihe. Hier gibt es Rahmenvereinbarungen mit den Studios, die über 2-3 Jahre laufen. Im Bereich des Hardware Testings gibt es ebenfalls manchmal Rahmenvereinbarungen. In allen anderen Bereichen (Software, Certification, Games), die bei Catalis noch einen sehr geringen Umsatzanteil ausmachen, sind die Vereinbarungen primär projektbezogen.

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. Besonders entscheidend sind bei der Prüfung die Turn-Around-Zeiten, 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 sehr zügig erbringen. Damit ergibt sich gleichzeitig ein Ausschalten 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.

Ebenfalls von zentraler Bedeutung sind 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.

Die Spezialisierung auf die Qualitätssicherung führt zu Skaleneffekten und Auslastungsvorteilen gegenüber Inhouse-Aktivitäten der Kunden oder kleineren Wettbewerbern. So ist zum Beispiel das Vorhalten eines Labors mit allen aktuellen Abspielgeräten nicht für jeden Produzenten von DVDs sinnvoll. Auch kann das Outsourcing aus Kapital- und Personalkostensichtpunkten für Kunden sinnvoll sein. Im Bereich DVD bezeichnet sich Catalis mit einem Marktanteil von 75% als Marktführer. Hier kommen diese Effekte zum Tragen.

Equity Story

Wettbewerbsqualität

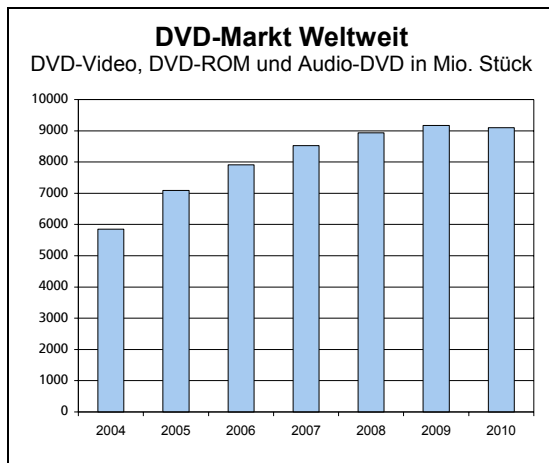
Finanzen

Bewertung

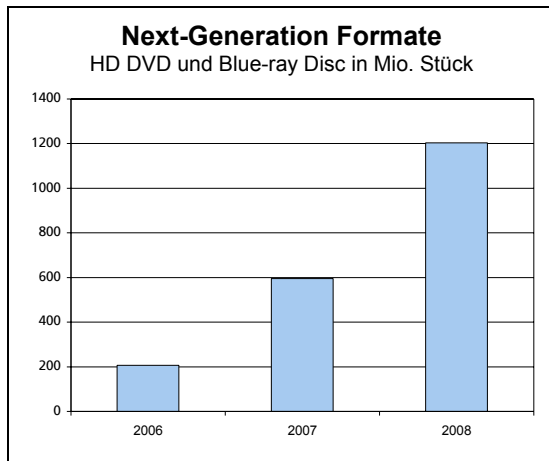
Newsflow

Unternehmen &
Produkte

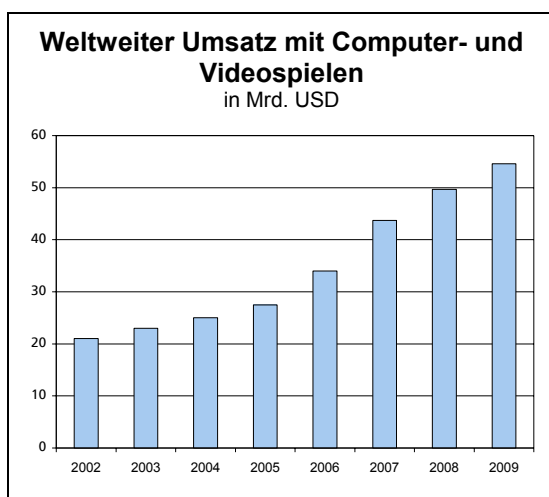
Kennzahlen



Grafik 5; Quelle: Understanding & Solutions, Sept. 2005



Grafik 6; Quelle: Understanding & Solutions, Sept. 2005



Grafik 7; Quelle: PWC, Wilkosky Gruen Associates

Positionierung der Catalis-Töchter

Die Catalis (ohne Kuju) hat 6 Tochtergesellschaften, die alle unter dem Namen Testronic firmieren bzw. firmieren werden. Jede von ihnen hat etwas andere Kompetenzen und Spezifikationen. Ca. 45% des Umsatzes entfallen auf die beiden Unternehmen in Los Angeles. Die Testronic SD Lab ist mit ihren 50 Mitarbeitern vorwiegend im Testing von DVDs und Computerspielen (Games) tätig. Das NG Lab ist auf Nextgeneration Technologien spezialisiert. Es liegt auf dem Gelände der Firma „Deluxe Digital Services“ und hat erhebliche Kompetenz in den neuen Technologien HD-DVD und Blu Ray. Deluxe Digital Services ist ein führendes Authoring House. Der Know-how-Zugang und der direkte Weg zum „Programmierer“ der DVD sind besonders wichtig für Catalis in diesem Marktsegment. Testronic London/Pinewood und Warschau sind in einer Gesellschaft organisiert und machen gemeinsam weitere 15% des Umsatzes aus. Die Haupteinkaufsquelle ist hier ebenfalls das DVD-Testing. Strategisch hervorzuheben ist hier die Niedrig-Lohn-Kapazität in Polen. Weitere 8% des Umsatzes entfallen auf den kleinen Standort in London/City, wo vorwiegend interaktive Games und Software getestet werden. Durch die erfolgreiche Übernahme der PMTC in Belgien konnte die Diversifizierung vorangetrieben werden. In Belgien werden vor allem Software, Games und Content-Testings vorgenommen. Des Weiteren verfügt der Standort über umfassende Hardware Test- und Zertifizierungsfazilitäten. Rund 30% des Umsatzes entfallen auf den belgischen Standort. Die Kuju plc. ist in dieser Betrachtung noch nicht enthalten. Nebenstehende Grafik 4 gibt einen groben Überblick über die Margensituation in den einzelnen Bereichen.

Kundenbeziehungen

Das Hauptgeschäftsfeld der Catalis ist das Prüfen von DVDs mit Hauptkunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal. Wir schätzen, dass rund die Hälfte des Konzernumsatzes auf diese drei Kunden entfällt, mit denen langfristige Vereinbarungen existieren. Damit ist Catalis in diesem Segment Marktführer. Insgesamt hat Catalis rund 140 Kunden, die sich jeweils auf die anderen Bereiche verteilen. Hier werden vor allem Einzelprojekte durchgeführt. Die Tatsache, dass Catalis bereits die größten Kunden im Rahmen etablierter Beziehungen vorweisen kann, zeichnet das marktführende Unternehmen im Wettbewerb aus und bedeutet für den Wettbewerb eine erhebliche Markteintrittsbarriere.

Wesentliche Markttrends

Der wesentliche und entscheidende Markttrend des QS-Marktes ist das Outsourcing, denn in allen essenziellen Arbeitsfeldern der Catalis bilden die eigenen QS-Abteilungen der Unternehmen einen erheblichen Teil des Marktes. Vor allem die zunehmende Komplexität der Medien ist einer der wesentlichen Treiber des QS-Outsourcing-Marktes. Durch diese zunehmende Komplexität, welche stark durch die neuen Technologien (Blu Ray, HD-DVD) bedingt ist, werden auch die Prüfungsprozesse komplexer. Im Zuge dieser Entwicklungen konzentrieren sich die großen Contentanbieter auf ihre Kernkompetenzen und lagern Qualitätssicherung eher aus. Die Content Publisher müssen vor allem Vertriebsstärke darstellen und Produktion bzw. das Testen des Contents steht hier eher im Hintergrund. Dies ist in Wachstumstreiber des Outsourcing-Marktes und damit für Catalis.

Wettbewerber

Im Bereich DVD hat die Catalis in Europa keine wesentlichen Wettbewerber. Damit ist die Position der Gesellschaft hier einzigartig. In den USA gibt es einige kleinere Gesellschaften wie Intellikey Labs, Check Disc oder 3rd Eye. Aufgrund der geringen Preissensibilität der Nachfrager im Bereich DVD-Testing, der hohen Marktwachstumsraten und der guten Wettbewerbsposition im Bereich DVD, sehen wir hier jedoch kaum Wettbewerbsdruck.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	----------------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Im Bereich Games gibt es einige Wettbewerber wie z.B. Babel Media, Enzyme Testing Labs, Games Instinct, iBeta oder Bug-tracker. Hier dürfte auch die Preissensibilität der Kunden höher sein. Aufgrund des sehr hohen Marktwachstums dieses Bereiches rechnen wir jedoch auch hier nicht mit einem preisgetriebenen Verdrängungswettbewerb.

Im Bereich Software-, Hardware-Testing und Certification gibt es diverse Wettbewerber. Diesen Markt gibt es seit vielen Jahren und er ist zu einem beträchtlichen Teil verteilt. Wir sehen diesen Markt als Ergänzung des Catalis Portfolios dessen strategische Bedeutung nicht übergewichtet werden sollte. Eine Ausnahme stellt der Bereich e-Learning Software dar, der wachstumsstark ist und für den ähnliche Parameter wie für den Bereich Games gelten.

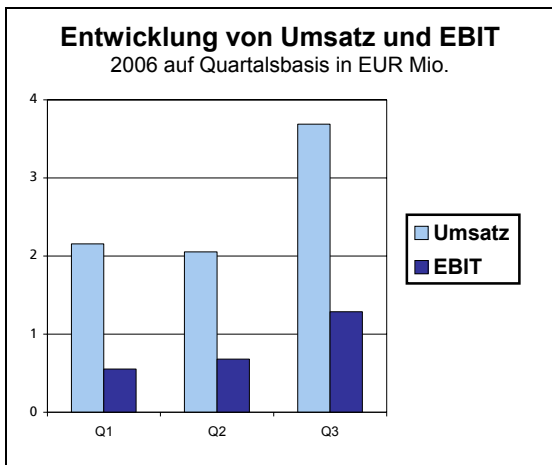
KUJU Inc. – Ein neues Marktsegment

Mit dem Erwerb der Kuju Inc. hat Catalis mit einem bedeutenden Schritt ein neues Marktsegment erschlossen. Kuju Entertainment ist Programmierer von Spielen für eine Vielzahl verschiedener Plattformen. Die Gesellschaft ist dabei im Auftrag großer Publisher tätig und erstellt die Spiele nicht auf eigene Rechnung. Sie ist somit reiner „Entwicklungsdienstleister“ und tritt nicht in Konkurrenz zu anderen Spieleherstellern. Dies ist bedeutend, da der Catalis-Konzern im Bereich Spiele-Testing und anderen Dienstleistungen für Spielehersteller arbeitet. Mit 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. Geplant ist durch diese Übernahme das Leistungsspektrum im Bereich der Spiele zu erweitern. Hierbei geht es nicht nur um das „Spiele-Testen“, sondern auch um Fragen wie Multiplattformportierungen 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 kombiniert sein. Dies zieht eine Vertiefung der Wertschöpfung für den (qualifizierten) Outsourcer nach sich. Dafür ist Catalis schon heute positioniert.

Auftragsarbeiten der Kuju Inc.		
Titel	Plattform	Höchste Chartplatzierung
Buzz! The Sports Quiz	PlayStation 2	
EyeToy®: Play Sports	PlayStation 2	
Dark Messiah of Might and Magic	PC	
SingStar® Anthems	PlayStation 2	
SingStar® Rocks	PlayStation 2	
Sensible Soccer	PlayStation 2, Xbox	
EyeToy®: Play 3	PlayStation 2	
Pilot Academy	PSP	
Battalion Wars	GameCube	
Call Of Duty: Finest Hour	PlayStation 2, Xbox	3
EyeToy®: Play 2	PlayStation 2	7
Crash Twinsanity	Wireless	1
Warhammer 40,000: Fire Warrior	PlayStation 2, PC	4
Microsoft Train Simulator	PC	1
Lotus Challenge	Alle	1

Tabelle 2; Quelle Kuju inc.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------



Grafik 8; Quelle: Catalis

Die Catalis konnte in ihrem bisherigen Kerngeschäft bislang bei hohen Margen stark wachsen. In den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres legte der Umsatz von EUR 5,7 Mio. auf EUR 7,9 Mio. um fast 38% zu. Das Nettoergebnis erhöhte sich um 36% von EUR 1,3 Mio. auf knapp EUR 1,8 Mio. Die EBIT-Marge lag dabei durchweg im Bereich von 30%. Innerhalb der Quartale ergeben sich zwar Varianzen im Umsatz und Ergebnis, im Trend jedoch entwickelten sich die Ergebnisse ausgesprochen gut.

Die Prognose der zukünftigen Entwicklung stellt sich allerdings als ausgesprochen kompliziert dar, denn Catalis akquirierte zwei Unternehmen, die jeweils eigene Business-Cases darstellen. Unsere Prognose stellt im Folgenden auf die separate Betrachtung der drei Unternehmensteile ab. Es wird bei der Prognose grundsätzlich sehr konservativ vorgegangen, da zwei Akquisitionen auch immer Risiken bedeuten. Hierauf wird im Folgenden jedoch noch eingegangen.

Für die Ergebnisprognose ziehen wir zum einen die Catalis (vor Übernahmen) heran und machen eine separate Prognose für PMTC und für Kuju. Eventuelle Synergieeffekte rechnen wir dabei vornehmlich der Kuju zu, da besonders hier welche zu erwarten sind. Unsere Prognosen lauten wie folgt:

Kennzahlenübersicht								
	2006*		2006 (Pro Forma)**		2007e		2008e	
	Umsatz	EBIT	Umsatz	EBIT	Umsatz	EBIT	Umsatz	EBIT
Catalis (alt)	10,0	2,8	10,0	2,8	9,8	2,8	10,9	3,2
PMTC	0,9	0,2	3,5	0,8	3,7	0,8	3,9	0,9
Kuju	-	-	17,6	1,0	18,5	1,2	22,0	1,4
Summe	10,8	3,0	31,0	4,6	31,9	4,8	36,7	5,5

* geschätztes ausgewiesenes Ergebnis bei dem PMTC nur im Q4 konsolidiert wurde
 ** geschätztes Pro-forma Ergebnis inklusive PMTC (vollkonsolidiert) und Kuju (vollkonsolidiert)

Tabelle 3; Quelle: Catalis, SES Research

Die Tabelle 3 zeigt 2006 wie es vermutlich ausgewiesen wird (Erwartung). Auf Pro-forma-Basis wurde ebenfalls geschätzt welches Ergebnis ausgewiesen worden wäre, wäre die Kuju und die PMTC per 01.01.06 konsolidiert worden. Des Weiteren zeigt die Tabelle unsere Erwartungen für 2007ff.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Erwartete Wachstumsraten und Margen		
	CAGR 2006-2008	
	Umsatz	EBIT
Catalis (alt)	5%	6%
PMTC	5%	6%
Kuju	12%	18%

Tabelle 4; Quelle:SES Research

Ergebniserwartung Catalis (alt)

Die Catalis konnte in ihrem bisherigen Geschäft im letzten Jahr stark wachsen. Die Gewinnung neuer Kunden und das Wachstum des Marktes selbst trug dazu bei. Aus heutiger Sicht besetzt Catalis bereits einen Großteil des DVD-Outsourcing-Marktes. Es ist davon auszugehen, dass Catalis im Rahmen des Marktwachstums wächst und von dem Trend des zunehmenden Outsourcings profitiert. Der Markt für klassische DVDs sollte 2006-2008 um jährlich 6% wachsen. Im Bereich HD-DVD und Blu-Ray Discs liegt es basisbedingt bei 140%, allerdings bei deutlich geringeren Volumina. Unsere Annahme eines Umsatzwachstums von 5% für die kommenden Jahre ist im Mittel als ausgesprochen konservativ anzusehen. Auch unterstellen wir hier keine Skaleneffekte respektive ein nahezu identisches Bottom-Line-Wachstum. Auch diese Annahme ist sehr konservativ. Diese Annahmen beinhalten einen gewissen Risikoabschlag, da die Integration der beiden großen Übernahmen unter Umständen Managementkapazitäten bindet und möglicherweise zu unvorhergesehenen Aufwendungen führt.

Ergebniserwartung PMTC

Die PMTC ist als Anbieter von Testing- und Zertifizierungsdienstleistungen im IT-Bereich wachstumsseitig nicht so klar einzuordnen, wie der DVD oder Games-Markt. Grundsätzlich hängt die Wachstums- und Konkurrenzfähigkeit der PMTC eher von Einzelprojekten ab und lässt sich nicht von einem Marktwachstum herleiten. Wir setzen hier daher geringe Wachstumsraten für Umsatz und Ergebnis an. Dies jedoch vor allem aufgrund geringer Visibilität dieses Marktes. Mit einem Umsatzanteil von 11% im Konzern (2007e) ist die Bedeutung dieses Bereiches allerdings auch relativ gering.

Ergebniserwartung Kuju

Der Games Markt wächst von den genannten Bereichen am stärksten. Es werden rund 20% jährliches Marktwachstum für die kommenden Jahre erwartet. Gleichzeitig ist der Markt ähnlich visibel wie der DVD-Markt, da sich das Konsumentenverhalten gut über Endgeräteverkäufe und Penetrationen ableiten lässt. Wir sind der Meinung, dass es Kuju als Auftragsentwickler für starke Titel bedeutender Kunden gelingen sollte, an dem erwarteten Marktwachstum zu partizipieren. Da Kuju jedoch vorwiegend für den europäischen und US-Markt produziert, erwarten wir Top-Line auch hier etwas moderatere Wachstumsraten als für den Gesamtmarkt. Bottom Line wird das Wachstum dadurch getrieben, dass wir mittelfristig Synergien in Verwaltung und Vertrieb beider Unternehmen erwarten. Abgesehen davon wird die Kuju auf die reine Auftragsfertigung refokussiert. Ein derzeit noch laufendes defizitäres Eigenprojekt wird voraussichtlich eingestellt.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

Zinsergebnis und Steuersituation

Nach der Übernahme rechnen wir mit Verbindlichkeiten in Höhe von ca. EUR 7 Mio. (netto). Der Zinssatz beträgt im Mittel 6,5% (Prognose). Aufgrund der Tatsache, dass sowohl Catalis als auch Kuju über erhebliche steuerlich wirksame Verlustvorträge verfügen, rechnen wir mit Steuersätzen von 10% für 2007 respektive für 2008 sowie einem sukzessiven Anstieg der Steuerquote in den Jahren danach.

Kapitalstruktur und Bilanz

Mit der Übernahme der Kuju inc. zum 01.01.07 wird sich die Bilanzstruktur grundsätzlich verändern. Derzeit liegen über die exakte Bilanzstruktur der Kuju zum 31.12.06 jedoch noch keine Informationen vor. Insofern unterteilen wir die Analyse von Kapitalstruktur und Bilanz in zwei Teile. Zunächst werden die bekannten Daten per 30.09.06 erläutert. Darauf aufbauend kann eine grobe Bilanzstruktur anhand der über PMTC und Kuju bekannten Daten erarbeitet werden.

Per 30.09.06 betrug die Bilanzsumme EUR 11,8 Mio. Die wichtigsten Aktiva waren liquide Mittel (EUR 3,2 Mio.), Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (EUR 2,7 Mio.) sowie Firmenwerte (EUR 3,3 Mio.). Die wichtigsten Passivpositionen neben dem Eigenkapital von EUR 7,8 Mio. sind langfristige Verbindlichkeiten von EUR 3,1 Mio. Diese Bilanzstruktur wird sich nach der Übernahme der beiden Unternehmen grundlegend verändern.

Zunächst einmal werden für die PMTC rund EUR 4 Mio. aufgewendet und für die Kuju rund EUR 6,5 Mio. Es ist zudem geplant, an den Vorstand der Kuju bei Erreichung bestimmter Zielgrößen von Umsatz und Ergebnis rund 2,3 Mio. Catalis-Aktien auszugeben. Weder die Kuju noch die PMTC verfügen dabei über wesentliche Fremdkapitalpositionen. Über die genaue Bilanzstruktur von Kuju und PMTC ist jedoch nichts bekannt, da PMTC nicht gelistet ist und Kuju die letzte Bilanz zum 31.03.06 vorgelegt hat.

Wir planen daher mit einer vereinfachten Bilanzverlängerung und schätzen die einzelnen Aktiva nur sehr grob. Wir planen zudem eine Erhöhung der Fremdkapitalposition ein, da die Unternehmenserwerbe wesentlich über zusätzliches Fremdkapital erfolgten. Per 31.03. wird die netto-Fremdkapitalposition schätzungsweise rund EUR 7 Mio. betragen. Wir rechnen hierbei mit Fremdkapitalkosten zwischen 6-7%.

Über die Aktivseite kann im Moment wenig Auskunft gegeben werden, da noch nicht feststeht, wie die Transaktion gebucht wird (Goodwill, Purchase Accounting, Rückstellungen etc.).

Zusammenfassung

Im Bereich DVD ist Catalis führend und sollte analog zum Marktwachstum dieses Bereiches weiter wachsen können. Weiteres Wachstum der Catalis sehen wir im Bereich Games, e-Learning und vor allem in der Medienkonvergenz sowie damit verbundener komplexer Anforderungen an Outsourcing-Dienstleister. Im Bereich Games trifft Catalis auf einen riesigen, stark wachsenden Markt.

Die Catalis ist im „Werden“. Die Einbeziehung der jüngeren Akquisitionen erfolgt auf Basis eines geringen Informationsstandes und stellt ein Risiko dar. Demgegenüber steht jedoch eine signifikante Chance: Selbst unter Einbeziehung sehr konservativer Annahmen bezüglich Umsatz und Ertrag ergibt sich eine ausgesprochen komfortable Ergebnisentwicklung, denn insbesondere Kuju konnte aus heutiger Sicht sehr günstig akquiriert werden. Grund hierfür ist zum einen die Historie der Kuju, die aufgrund einer unrentablen Eigenentwicklung bislang nicht die optimale Ertragskraft zeigen konnte. Zum anderen ergeben sich Synergien im Rahmen der Zu-



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	-----------------	-----------	----------	------------------------	------------

sammenlegung der Unternehmen – für ein Unternehmen wie Kuju sind das durchaus erhebliche Einsparungen. Auch für die Catalis bedeutet die anorganische Vergrößerung eine ökonomisch und strategisch sinnvollere Positionierung als börsennotiertes Unternehmen.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Die jüngsten bedeutenden Akquisitionen des Unternehmens erschweren die Bewertungssituation, da keine historischen Betrachtungen möglich sind. Generell ist die Visibilität der Erträge noch sehr gering. Wir setzen insofern bei allen gewählten Bewertungsansätzen hohe Risikobereinigungen an.

Wir haben drei verschiedene Bewertungsverfahren zur Ermittlung des fairen Wertes der Catalis-Aktie genutzt:

- der adjustierte **Free-Cash-Flow-Yield** führt zu einem Kursziel von EUR 2,02
- das **DCF-Modell** deutet einen fairen Wert je Aktie von EUR 2,01 und damit ein nur unwesentlich niedrigeres Kursziel an
- der **Peer Group Vergleich** unterstützt diese Tendenz, wenngleich größtmäßig und produktseitig keine vergleichbaren Unternehmen existieren

Free-Cash-Flow-Yield

Unser adjustierter Free-Cash-Flow-Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free-Cash-Flow-Retour (Free-Cash-Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen - Maintenance Capex + Steuern - (1-t)Zinsen) auf den EV die Opportunitätskosten übersteigt. Vereinfacht wurden diese mit 10% angesetzt.

Free Cash Flow Yield					
	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Jahresüberschuss	2.258,0	1.896,0	2.711,7	3.880,4	4.309,8
+ Abschreibung + Amortisation	117,0	160,0	200,0	958,3	1.102,1
- Zinsergebnis (netto)	59,0	24,0	-19,0	-480,0	-440,0
+ Steuern	-839,0	62,0	301,3	431,2	760,6
- Erhaltungsinvestitionen	84,0	217,7	670,0	695,1	771,4
= Adjustierter Free Cash Flow	1.393,0	1.876,3	2.561,9	5.054,8	5.841,0
Adjustierter Free Cash Flow Yield	4,4%	5,8%	7,5%	12,6%	15,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Aktueller Enterprise Value	31.979,0	32.433,0	32.433,0	32.433,0	32.433,0
= Fairer Enterprise Value	13.930,0	18.763,0	25.619,4	50.548,2	58.409,6
- Nettoverschuldung (Cash)	-620,0	-166,0	1.541,9	7.416,9	7.416,9
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Off Balance Sheet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	14.550,0	18.929,0	24.077,5	43.131,3	50.992,8
Aktienanzahl (k)	25.270,5	25.270,5	25.270,5	25.270,5	25.270,5
Fairer Wert je Aktie (EUR)	0,58	0,75	0,95	1,71	2,02
Premium (-) / Discount (+) in %	-55,4%	-41,9%	-26,1%	32,3%	56,4%

Tabelle 5; Quelle: SES Research

DCF-Modell

Annahmen:

Wir erwarten eine erfolgreiche Integration der akquirierten Unternehmen in 2007. In den Jahren darauf erwarten wir für die beiden Kernbereiche ein Top-Line Wachstum auf Marktniveau. Ab 2009 gehen wir von einer abgeschwächten Wachstumsrate von 10% aus.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Langfristige Wachstumsrate 3%

Beta 1,5

WACC 11,04%

Zur Steuersituation ist anzumerken, dass in den verschiedenen Konzerngesellschaften noch erhebliche steuerlich wirksame Verlustvorträge vorhanden sind (mind. 15 Mio. € im Konzern). Dies erklärt den kurz- und mittelfristig niedrigen Steuersatz.

Die Verringerung der EBIT-Marge in 2007 erklärt sich aus der Konsolidierung der Kuju, die weniger rentabel ist als die „alte“ Catalis.

DCF Modell

	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
Umsatz	10,8	31,9	36,7	40,4	44,5	48,9	53,8	59,2	65,1	71,6	75,2	78,9	82,9	87,0
Veränderung	37,0%	195,0%	15,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
EBIT	3,0	4,8	5,5	6,1	6,7	7,3	8,1	8,9	9,8	10,7	11,3	11,8	12,4	13,1
EBIT-Marge	28,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	10,0%	10,0%	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Abschreibungen	0,2	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0	2,1	2,3	2,4	2,5	2,6
in % vom Umsatz	1,8%	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	0,3	-1,6	-2,0	-1,1	-0,6	-5,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
- Investitionen	-4,8	-4,3	-1,1	-1,2	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-2,0	-2,1	-2,3	-2,4	-2,5	-2,6
Investitionsquote	44,2%	13,5%	3,0%	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)	-1,5	-0,6	2,7	3,8	4,4	-0,4	4,4	4,9	5,4	5,9	7,0	7,3	7,7	8,1

Wertermittlung (Mio. €)	Modellparameter	Sensitivität Wert je Aktie (€)				ewiges Wachstum			
		WACC	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%	3,50%	3,75%
Barwerte bis 2019	Fremdkapitalquote 10,00%	12,04%	1,67	1,69	1,71	1,73	1,75	1,78	1,80
Terminal Value	Fremdkapitalzins 6,8%	11,54%	1,79	1,81	1,83	1,86	1,89	1,92	1,95
Verbindlichkeiten	Marktrendite 9,00%	11,29%	1,85	1,88	1,90	1,93	1,96	2,00	2,03
Liquide Mittel	risikofreie Rendite 3,45%	11,04%	1,92	1,95	1,98	2,01	2,04	2,08	2,12
Eigenkapitalwert	50,8	10,79%	2,00	2,03	2,06	2,09	2,13	2,17	2,21
Aktienzahl (Mio.)	Beta 1,50	10,54%	2,08	2,11	2,14	2,18	2,22	2,26	2,31
Wert je Aktie (€)	WACC 11,04%	10,04%	2,25	2,29	2,33	2,38	2,43	2,48	2,54
	ewiges Wachstum 3,00%								

Peer Group Vergleich

Für unseren Peer Group Vergleich haben wir 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 leiten wir hieraus nicht ab. Auch die Vergleichsgruppe der Spielehersteller, die wir insbesondere aufgrund des Kuju-Erwerbs mit einbezogen haben, 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 gehören 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 An-

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

wendungen 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.

Spielhersteller

Die **10tacle Studios AG** ist ein unabhängiger Hersteller von AAA-Computerspielen. Zur Finanzierung dieser nutzt der Konzern ein innovatives fondsbasiertes Modell. Die Gesellschaft ist das größte börsennotierte Unternehmen der Games-Branche in Deutschland.

CDV ist ein international tätiger Publisher (Entwicklung/Vermarktung) und Distributor (Vertrieb) für Computer- und Videospiele.

Frogster erwirbt Computerspiele- und ähnliche Lizenzen im In- und Ausland, lässt die lizenzierten Titel in deutsche Sprache und Text lokalisieren, führt verschiedene Marketing- und PR-Maßnahmen durch, lässt die Produkte produzieren/herstellen und vertreibt/versendet sie an Groß- und Einzelhandelskunden in Deutschland, Österreich und der Schweiz.

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.

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.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	------------------	----------	------------------------	------------

Basisdaten der Vergleichsanalyse

Unternehmen in Mio. €	Kurs (LW)	EPS (in LW)			Umsatz (in Mio. LW)		
		06e	07e	08e	06e	07e	08e
Qualitätsmanagement							
Intertek	8,85	0,43	0,49	0,54	646,88	705,54	784,54
Lionbridge	5,16	0,16	0,35	0,44	420,03	451,15	472,90
SGS SA	1.420,00	58,29	65,95	74,26	3.807,93	4.205,29	4.599,59
SQS	1,96	0,16	0,18	0,20	43,61	53,55	58,27
Spielehersteller							
10tacle	12,79	0,39	0,98	1,08	20,10	44,60	64,00
Frogster	20,71	0,67	0,88	1,14	8,25	11,69	15,36
The9	32,54	1,42	1,81	2,59	122,11	175,02	219,95
Catalis	1,34	0,12	0,16	0,17	10,83	31,94	36,74
EV (Mio. LW)		EBIT (in Mio. LW)			Market- cap.	Ver- bindl.	Liq. Mittel
		06e	07e	08e			
Qualitätsmanagement							
Intertek	1.533,16	98,26	108,44	126,05	1.381,6	204,2	52,6
Lionbridge	365,24	20,87	33,05	37,76	309,6	77,5	21,9
SGS SA	10.904,14	609,31	694,53	784,30	11.107,2	41,9	245,0
SQS	34,95	n.a.	n.a.	n.a.	30,8	4,3	0,2
Spielehersteller							
10tacle	50,63	4,10	7,60	8,40	64,6	0,1	14,0
Frogster	19,54	0,83	1,47	1,94	20,2	0,0	0,7
The9	691,53	31,38	47,59	68,20	787,9	0,0	96,4
Catalis	41,28	3,03	4,79	5,51	33,9	12,4	4,9

Tabelle 6; Quelle: SES Research, Bloomberg

Zwar ist der Multiplikatorenvergleich nicht geeignet ein Kursziel herzuleiten, jedoch wird deutlich, dass Catalis gegenüber allen Vergleichsunternehmen unterbewertet ist. Dies führen wir vor allem darauf zurück, dass die Übernahme der Kuju und ihre ertragsseitigen Auswirkungen am Markt bislang noch nicht bekannt sind.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung			Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
Peer-Group Catalis								
Unternehmen			KUV			KGV		
		06e	07e	08e		06e	07e	08e
Qualitätsmanagement								
Intertek		2,14	1,96	1,76		20,53	18,25	16,42
Lionbridge		0,74	0,69	0,65		31,85	14,66	11,73
SGS SA		2,92	2,64	2,41		24,36	21,53	19,12
SQS		0,71	0,58	0,53		11,99	10,80	9,58
Durchschnitt		1,62	1,47	1,34		22,18	16,31	14,21
Spielhersteller								
10tacle		3,21	1,45	1,01		32,79	13,05	11,84
Frogster		2,45	1,73	1,31		30,91	23,53	18,17
The9		6,45	4,50	3,58		22,96	17,94	12,59
Durchschnitt		4,04	2,56	1,97		28,89	18,17	14,20
Gesamtdurchschnitt		2,66	1,93	1,61		25,06	17,11	14,21
Catalis		3,13	1,06	0,92		11,17	8,38	7,88
Enterprise Value Analyse								
Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / Umsatz			EV / EBIT			
		06e	07e	08e	06e	07e	08e	
Qualitätsmanagement								
Intertek	1533,16	2,37	2,17	1,95	15,60	14,14	12,16	
Lionbridge	365,24	0,87	0,81	0,77	17,50	11,05	9,67	
SGS SA	10904,14	2,86	2,59	2,37	17,90	15,70	13,90	
SQS	34,95	0,80	0,65	0,60	n.a.	n.a.	n.a.	
Durchschnitt		1,73	1,56	1,42	17,00	13,63	11,91	
Spielhersteller								
10tacle	50,63	2,52	1,14	0,79	12,35	6,66	6,03	
Frogster	19,54	2,37	1,67	1,27	23,54	13,29	10,07	
The9	691,53	5,66	3,95	3,14	22,04	14,53	10,14	
Durchschnitt		3,52	2,25	1,74	19,31	11,49	8,75	
Gesamtdurchschnitt		2,49	1,86	1,56	18,15	12,56	10,33	
Catalis	41,28	3,81	1,29	1,12	13,61	8,61	7,49	

Tabelle 7; Quelle: SES Research, Bloomberg

Konklusion

Schon auf den ersten Blick fällt die Unterbewertung der Catalis ins Auge. Das KGV für das laufende Jahr 2007 liegt bei lediglich 8 und ist damit deutlich niedriger als die KGVs der Vergleichsunternehmen. Es überrascht insofern nicht, dass auch das DCF-Modell und die Bewertung auf Basis der Free-Cash-Flow-Yield eine deutliche Unterbewertung indizieren.

Wir empfehlen die Aktie mit einem Kursziel von EUR 2,00 basierend auf dem DCF-Modell und FCF-Yield zum Kauf.



Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Die Catalis ist bislang noch sehr unbekannt. Neben der Tatsache, dass das Unternehmen den Sitz in den Niederlanden hat und aus London geführt wird, ist dafür auch der bislang geringe Marktwert verantwortlich. Mit der Kuju-Akquisition könnte sich dieser auf knapp EUR 40 Mio. erhöhen.

Wir rechnen Mitte / Ende Februar mit der Bekanntgabe des Jahresabschlusses der Catalis für 2006. In diesem Zusammenhang sollte es auch einen **Ausblick geben**, in dem die Ertragssituation der „neuen Catalis“ (inkl. Kuju) bekannt wird. Diese **erhöhte Visibilität** sollte sich sehr positiv auf die Kurse der Catalis auswirken.

Wir rechnen zudem nach Ablauf des Übernahmeangebotes für Kuju (29.01.07) mit der Bekanntgabe eines **Delisting-Vorhabens**. Auch dies sollte zusätzliche Aufmerksamkeit für die Catalis nach sich ziehen.

Allein die Reduzierung der intransparenzbedingten Unterbewertung der Catalis stellt einen erheblichen Katalysator für die Kursentwicklung dar.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	-----------------------------------	------------

Das Unternehmen

Die Catalis N.V. ist ein weltweit führender Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für Medien- und Telekommunikationsunternehmen im Bereich der digitalen Inhalte. Hauptgeschäftsfeld ist das Prüfen von DVDs mit Hauptkunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal. Insgesamt hat Catalis rund 140 Kunden. Das Unternehmen beschäftigt insgesamt 150 festangestellte Mitarbeiter.

Historische Entwicklung

Mit der Zusammenführung der beiden Unternehmen Aerosonic 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 3 strategischen Akquisitionen (USA, Polen, UK) im Jahr 2005 sowie der Akquisition von PMTC N.V. in 2006 hat Catalis sich in diesem Bereich erfolgreich verstärkt.

Organisationsstruktur

Das Unternehmen besteht aus einer Holding, der Catalis N.V. und 6 operativen Niederlassungen. Diese sind in Los Angeles (2), London (2, City und Pinewood) Warschau und Belgien.

Aktionäre, Management & Mitarbeiter

Es befinden sich 69,6% der Catalis N.V. Aktien im Streubesitz. 30,4% befinden sich im Besitz von Management und Angestellten.

Der Vorstand der Catalis N.V. besteht aus Dr. Michael Hasenstab, Erich Hoffmann und Robert Käß. Der Aufsichtsrat setzt sich zusammen aus Dr. Jens Bodenkamp, Karl Moser und Wolfgang Paggen.

Übernahmen und Strategie

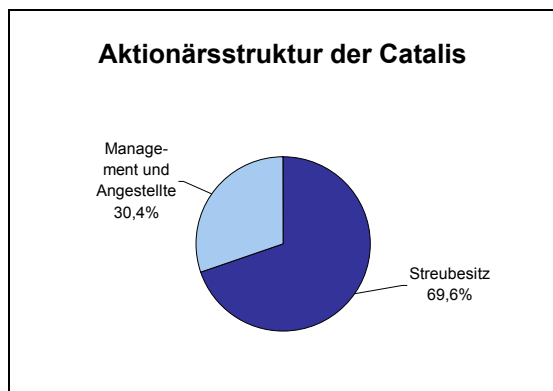
Die jüngere Vergangenheit der Catalis war bestimmt durch 2 Übernahmen, die beide eine Ausweitung des Leistungsspektrums darstellen und Catalis somit nicht nur umsatzmäßig auf eine breitere Basis stellen.

PMTC:

Im August 2006 gab die Catalis die Übernahme von 100% des Kapitals der Firma PMTC N.V. (Belgien) bekannt. Das Unternehmen stand im Wettbewerb zu Catalis im Bereich Qualitätssicherung für DVD Filme, generiert aber mehr als 70% seiner Umsätze in verwandten Bereichen, wie dem Testen von Spielen, Software und Hardware. Über den Kaufpreis wurde von beiden Parteien Stillschweigen vereinbart. Aus den Quartalsberichten des Catalis-Konzerns geht jedoch hervor, dass er bei etwa EUR 4 Mio. gelegen hat. Mehr als 90% der Kaufpreiszahlung erfolgte in bar. Die leitenden Angestellten der PMTC werden auch nach der Akquisition bei der PMTC verbleiben, sie haben sich langfristig an das Unternehmen gebunden. Für das Jahr 2006 werden für PMTC Umsätze in Höhe von EUR 3,5 Mio. und ein Vorsteuergewinn in Höhe von EUR 0,8 Mio. erwartet. Die Akquisition ermöglichte es, den Umsatz außerhalb des DVD Film-Bereiches signifikant zu steigern.

Kuju:

Als weiteren Diversifikationsschritt gab die Catalis am 15.12.2006 ein öffentliches Übernahmeangebot für alle ausgegebenen und noch auszugebende Aktien der Kuju plc. bekannt. Damit wurde der Markteintritt in die Bereiche Spielprogrammierung und Spieledienstleistungen vollzogen. Im Rahmen dieser Transaktion hat Catalis allen Aktionären der Gesellschaft einen Kaufpreis von Pfund Sterling 0,25 pro Aktie angeboten. Das Volu-



Grafik 9; Quelle: Deutsche Börse

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

men beläuft sich auf bis zu Pfund Sterling 4,4 Mio. (ca. EUR 6,5 Mio.). Das Angebot wurde vom Vorstand der Gesellschaft Kuju plc. den Aktionären zur Annahme empfohlen. Catalis liegen derzeit bereits ca. 54,6% unwiderrufliche Zusagen des ausgegebenen Kapitals vor. Die Übernahme von über 75% ist angestrebt.

Im Geschäftsjahr 2005/2006 (Geschäftsjahresende März 2006) konnte Kuju einen Umsatz von ca. EUR 13,9 Mio. erwirtschaften. Im ersten Halbjahr 2006/07 wurde bei einem Umsatz von EUR 6,3 Mio. ein Ergebnis von EUR 0,4 Mio. erwirtschaftet. Grundsätzlich halten wir das Unternehmen für in der Lage, jährlich zwischen EUR 1-2 Mio. zum operativen Ergebnis beizusteuern, da das Geschäftsjahr 2006/07 noch durch kleinere Belastungen aus der Vergangenheit geprägt war.

Der Kaufpreis wird ca. EUR 6,5 Mio. zuzüglich Transaktionskosten (geschätzt EUR 0,75 Mio.) sowie einer erfolgsabhängigen Ausgabe von bis zu 2,3 Mio. Catalis Aktien als Erfolgs- und Beteiligungsmodell für das Management betragen. Dies ist allerdings gestaffelt und es kommt nur bei ausgesprochen guten Ergebnissen zur Ausgabe dieser 2,3 Mio. Aktien. Das Management der Kuju zeigt sich optimistisch, diese sehr guten Zahlen liefern zu können. Sie liegen jedoch deutlich über unseren Prognosen.

Bei aktuellem Aktienkurs und einem Ergebnis der Kuju von etwa EUR 1,5 Mio. in 2007 bedeutet der gezahlte Kaufpreis einen EV/EBIT Multiplikator von gut 6. Dies halten wir für absolut vertretbar.

Nach abgelaufenem Übernahmeangebot am 29.01.07 betrug die Annahmequote 87,8%.

Insgesamt hat die Catalis sich durch ihre jüngsten Übernahmen sinnvoll auf wichtigen Wachstumsmärkten des Testing-Marktes positioniert. Zwar bergen die Übernahmen und die damit verbundene sehr inhomogene Konzernstruktur auch Risiken, jedoch stehen die Besetzung wichtiger Märkte und die Erreichung einer kritischen Masse als Testing-Anbieter im Vordergrund. Mit einem von uns erwarteten Jahresumsatz von rund EUR 33 Mio. im Konzern für 2007 ist die Gesellschaft einer der wichtigsten Anbieter für Testing-Dienstleistungen überhaupt.

Equity Story	Wettbewerbsqualität	Finanzen	Bewertung	Newsflow	Unternehmen & Produkte	Kennzahlen
--------------	---------------------	----------	-----------	----------	------------------------	------------

Kennzahlen (Catalis N.V.)

GuV (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	7,9	10,8	31,9	36,7
Herstellungskosten	3,5	5,1	19,5	22,4
Rohertag	4,4	5,7	12,5	14,3
Vertriebs- und Verwaltungskosten	2,5	2,9	8,3	9,6
F&E-Kosten	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,0	0,2	0,6	0,7
EBITDA	2,1	3,2	5,7	6,6
Abschreibungen	0,2	0,2	1,0	1,1
- davon Goodwill-Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,9	3,0	4,8	5,5
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,5	-0,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,0	3,0	4,3	5,1
Steuern	0,1	0,3	0,4	0,8
Nettoergebnis vor Minoritäten	1,9	2,7	3,9	4,3
Nettoergebnis	1,9	2,7	3,9	4,3
Ausschüttung	0,0	0,0	0,0	0,0

Cash-Flow (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Operativer Cash Flow	2,1	2,9	4,8	5,4
Free Cash Flow	0,8	2,3	2,3	2,3
Investitionen	3,7	4,8	4,3	1,1

Bilanz (Mio. EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Sachanlagen	0,4	1,1	1,8	1,8
Immat. Vermögen	3,4	7,2	10,5	10,5
Net Working Capital	1,8	1,5	3,1	5,0
Umlaufvermögen	6,7	8,1	14,8	19,7
Liquide Mittel	3,1	3,3	4,9	7,3
Eigenkapital	6,6	8,5	9,4	13,7
Rückstellungen	0,3	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten	3,0	4,9	12,4	12,4
Nettoliquidität	0,2	-1,5	-7,4	-5,1
Bilanzsumme	10,7	16,6	27,4	32,2

Rechnungslegung	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
Geschäftsjahresende	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008

Wachstumsraten	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	51,3%	37,0%	195,0%	15,0%
EBITDA	41,8%	54,3%	77,9%	15,0%
EBIT	42,2%	56,8%	58,0%	15,0%
EBT	38,0%	53,9%	43,1%	17,6%
Nettoergebnis	-16,0%	43,0%	43,1%	11,1%
Dividende	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Kostenintensitäten	2005	2006e	2007e	2008e
Herstellungskosten / Umsatz	43,8%	47,0%	61,0%	61,0%
V- und V.kosten / Umsatz	31,7%	27,0%	26,0%	26,0%
F&E-Kosten / Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Kursdaten	2005	2006e	2007e	2008e
Kurs (EUR)				1,34
Marktkap. (Mio. EUR)				34
Enterprise Value (Mio. EUR)				34

Aktienkennzahlen (EUR)	2005	2006e	2007e	2008e
Ergebnis je Aktie	0,08	0,12	0,16	0,17
Umsatz je Aktie	0,34	0,47	1,33	1,45
Free-Cash-Flow je Aktie	0,04	0,10	0,09	0,09
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Bewertungskennzahlen	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	16,75	11,17	8,38	7,88
KUV	3,94	2,85	1,01	0,92
EV/SALES	4,26	3,11	1,05	0,92
EV/EBITDA	16,07	10,41	5,85	5,09
EV/EBIT	17,40	11,10	7,02	6,11
KBV	5,11	3,99	3,60	2,47
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Aktienanzahl (Mio.)	2005	2006e	2007e	2008e
Stammaktien ausstehend	22,96	22,96	24,06	25,27
Vorzugsaktien ausstehend				

Rentabilität	2005	2006e	2007e	2008e
EBITDA / Umsatz	26,5%	29,8%	18,0%	18,0%
EBIT / Umsatz	24,5%	28,0%	15,0%	15,0%
EBT / Umsatz	24,8%	27,8%	13,5%	13,8%
Nettoergebnis / Umsatz	24,0%	25,0%	12,1%	11,7%
EK-Rendite	28,6%	31,9%	41,3%	31,4%
GK-Rendite	19,7%	18,3%	17,3%	16,0%
ROCE	28,7%	24,3%	24,9%	21,5%

Unternehmensprofil

Die Catalis N.V. ist ein weltweit führender Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für Medien- und Telekommunikationsunternehmen im Bereich der digitalen Inhalte. Hauptgeschäftsfeld ist das Prüfen von DVDs mit Hauptkunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal. Insgesamt hat Catalis rund 140 Kunden. Das Unternehmen beschäftigt insgesamt 150 Festangestellte Mitarbeiter.

Management

Erich Hoffmann, Robert Käß, Dr. Michael Hasenstab

Aktionäre

Management und Mitarbeiter	30,40%
Streubesitz	69,60%

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), SES Research (Prognosen und Kennzahlen), Bloomberg (Kursdaten)

Der Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß § 34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/Wertpapiere können im Internet unter der Adresse <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm> abgerufen werden. Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

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 erheben 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34b 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 oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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, offenzulegen.

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.

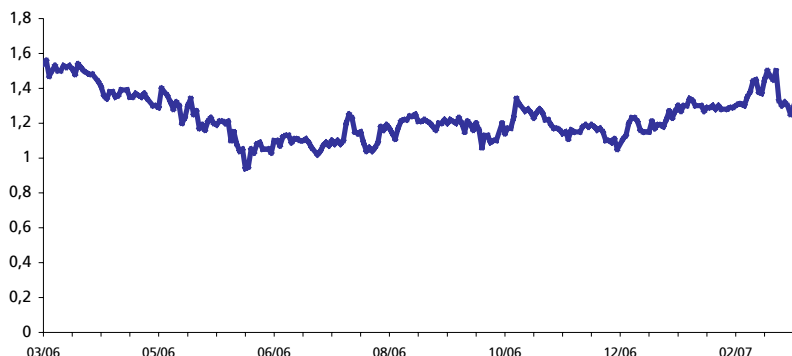
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	88	46%
Halten	80	41%
Verkaufen	16	8%
Empf. ausgesetzt	9	5%
Gesamt	193	

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	68	54%
Halten	47	37%
Verkaufen	7	6%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	127	

Catalis N.V. (AECO.DE) am 07.03.07



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungshistorie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch die SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.