

Catalis SE

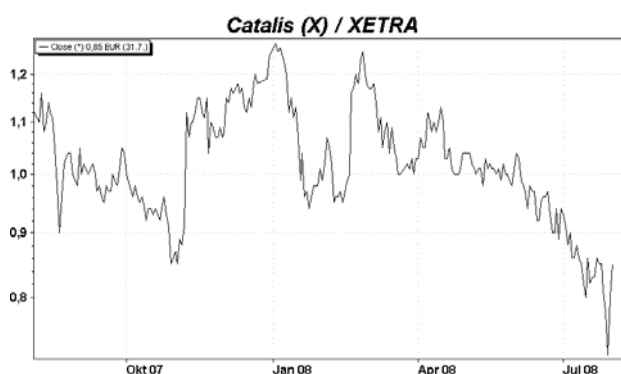
Zusammenfassung

- **Bilanzkorrektur erforderlich:** In Folge der Bilanzprüfung durch die DPR muss Catalis den Jahresabschluss 2006 nachträglich anpassen. In Konsequenz dieser Änderungen wird auch das EBIT des letzten sowie des laufenden Jahres geringer ausfallen als kommuniziert bzw. als erwartet.
- **Operativ keine Beeinträchtigung:** Für die Beurteilung der Zukunftschancen von Catalis ist aber entscheidend, dass diese Änderungen rein bilanzieller Natur sind und weder die operative Stärke noch die Liquiditätslage tangieren.
- **Perspektiven intakt:** Angesichts des Wachstums der von Catalis adressierten Märkte und der starken Marktstellung dürfte sich das profitable Wachstum auch in Zukunft fortsetzen. Auch die zuletzt forcierte Erweiterung des Leistungsspektrums auf angrenzende Gebiete (Hardware-Zertifizierung) scheint vielversprechend.
- **Fast 220 Prozent Kurspotenzial:** Nach dem jüngsten Kursverfall spiegelt die Börsenbewertung diese Perspektiven nur zu einem Bruchteil wider. Wir sehen den fairen Kurs bei 2,57 Euro.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs **0,81 Euro**

ISIN	NL0000233625
Branche	Outsourcing-Dienstleister
Sitz der Gesellschaft	Eindhoven
Internet	www.catalisgroup.com
Ausstehende Aktien	26,89 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 2000
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	21,8 Mio. Euro
Free Float	ca. 82,9 %



Hoch / Tief (12 Monate)	1,27 Euro / 0,72 Euro
Performance (12 Monate)	-32,5 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 25 Tsd. Euro / Tag

	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz (Mio. Euro)	11,1	34,6	39,8	46,6
Umsatzwachstum		211,7%	15,0%	17,0%
EpS (Euro)*	0,10	0,06	0,12	0,18
Gewinnwachstum		-40,0%	95,7%	52,2%
Dividende je Aktie	-	-	-	-
KGV	8,1	13,5	6,9	4,5
KUV	1,96	0,63	0,55	0,47
Dividendenrendite	-	-	-	-

*2006 und 2007 wie in der Korrekturmeldung angegeben, danach mit 26,9 Mio. Aktien gerechnet

Jüngste Geschäftsentwicklung

Bilanzkorrektur erforderlich

Als Resultat der Bilanzprüfung durch die Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung (DPR) muss der Dienstleister für die digitale Medienindustrie seinen Jahresabschluss 2006 bezüglich der Bilanzierung von Akquisitionen und der Cash-flow-Zuordnung nachträglich korrigieren. Gleichzeitig hat das Management den Anlass genutzt, um auch die Behandlung von Aktienoptionen in Zukunft transparenter zu gestalten. In Summe werden die vorgenommenen Anpassungen das EBIT für die Jahre 2006 bis 2008 voraussichtlich um 0,26 Mio. , 2,5 Mio. und 1,8 Mio. Euro reduzieren. Den größten Anteil hieran hat die veränderte Behandlung eines Aktienbonusprogramms für das Management von Kuju, dem in Abhängigkeit vom Erreichen bestimmter, im Rahmen der Kuju-Übernahme festgelegter EBT-Ziele, die Ausgabe weiterer Catalis-Aktien zugesagt wurde. Die hiermit zusammenhängenden Kosten in Höhe von 2,2 Mio. Euro in 2007 und (schätzungsweise) 1,5 Mio. Euro im laufenden Jahr wurden bislang als Bestandteil des Erwerbspreises im Unternehmenswert von Kuju aktiviert und sollen nun direkt als Aufwand in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen werden. Der Effekt ist allerdings, wie alle übrigen Modifikationen, nicht liquiditätswirksam und läuft bereits dieses Jahr aus. Die einzige Änderung, die über den Jahreswechsel hinaus Bestand haben wird (bis 2011), betrifft die Umgruppierung des Wertansatzes für die Kundenlisten der beiden übernommenen Gesellschaften PMTC und Kuju, die nun nicht mehr im Goodwill, sondern separat aktiviert und planmäßig über fünf Jahre abgeschrieben werden müssen. Die hieraus resultierende Ergebnisbelastung beläuft sich auf jährlich 125 Tsd. Euro.

Quartalsberichte bald zu erwarten

Dass diese Änderungen die operative Stärke des Unternehmens unberührt lassen, verdeutlicht die sonstige Nachrichtenlage. So hat das Unternehmen bereits angedeutet, dass zumindest die Qualitätssicherungssparte im ersten Quartal beim Umsatz über den Erwartungen gelegen hat und auf Jahressicht die ehrgeizigen Planungen erreichen dürfte. Weitere Details zu den letzten beiden Quartalsabschlüssen sollten, nachdem die DPR-Prüfung nun abgeschlossen ist, in wenigen Wochen zu erwarten sein. Aber auch abseits der noch fehlenden Hard Facts hat die Unternehmensgruppe in den letzten Monaten mit mehreren positiven Nachrichten aufwarten können.

Expansion fortgesetzt

Besonders auffällig war dabei die Häufung der Meldungen über die Zulassung der Qualitätssicherungstochter Testronic als Zertifizierungsstelle für diverse Produkte und technische Standards. So kann sie beispielsweise ab sofort die Kompatibilitätsprüfung für Wireless USB-Anwendungen durchführen oder auch die Produktkonformität mit dem UniPro-Standard der Mobile Industry Processor Interface (MIPI) Alliance testen, eines Zusammenschlusses führender Anbieter mobiler Geräte. Gleichzeitig hat aber auch Kuju in den letzten Monaten so-

wohl neue Entwicklungsaufträge vermeldet als auch zusätzliche Studiokapazitäten aufgebaut, mit denen das erwartete Wachstum bewältigt werden soll.

Ausblick

Perspektiven weiter intakt

Ungeachtet der sicherlich unerfreulichen Bilanzkorrektur sehen wir derzeit keinen Anlass, unsere grundsätzlich positive Einstellung zu Catalis zu revidieren. Das Unternehmen hat einen überzeugenden TrackRecord, verfügt vor allem aber über aussichtsreiche Perspektiven. Dies betrifft in erster Linie das bisherige Kerngeschäft DVD-Testen, das durch die nun zunehmende Absatzdynamik bei Blu-Ray-Discs sowohl von dem hier erhöhten Prüfbedarf als auch von der wohl noch auf Jahre unvermeidlichen Doppelveröffentlichung (Blu-Ray und klassische DVD) der meisten Filme profitieren dürfte. Aber auch angrenzende Gebiete wie die Zertifizierungsleistungen für Hardware bieten noch reichlich Betätigungspotenzial. Hinzu kommen die ungebrochene Dynamik des Spielmarktes, an der Catalis sowohl als Testdienstleister als auch (über Kuju) als Entwickler partizipiert, sowie die konsequente Akquisitionsstrategie, die dem Wachstum immer wieder zusätzlichen Schub verleiht.

Schätzungen angepasst

Nichtsdestotrotz sehen wir uns nach den vorgenommenen Bilanzkorrekturen veranlasst, auch unsere Schätzansätze entsprechend zu überarbeiten. Die betrifft in Analogie zu den unternehmensseitig vorgenommenen Änderungen vor allem unsere diesjährige EBIT-Schätzung sowie die Berücksichtigung der nun etwas erhöhten Abschreibungen bis 2011. Alle anderen Größen bleiben gleich, so dass unsere Ertragswertermittlung nun auf dem nachfolgenden modellhaften Geschäftsverlauf für die nächsten acht Jahre basiert:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoerträge (Mio. EUR)	39,8	46,6	54,0	61,6	69,0	75,9	83,5	91,8
Wachstum		17%	16%	14%	12%	10%	10%	10%
Nettorendite	7,9%	10,3%	10,3%	10,3%	10,5%	9,8%	9,0%	8,6%
Gewinn (Mio. EUR)	3,16	4,81	5,58	6,37	7,24	7,40	7,51	7,92
Gewinnwachstum		52%	16%	14%	14%	2%	2%	5%

Fairer Wert 2,57 Euro je Aktie

Unter Zugrundelegung der unveränderten „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 2,5 Prozent und eines im Zuge des gestiegenen Zinsniveaus nun etwas erhöhten Diskontierungssatzes führen diese Annahmen zu einem geringfügig reduziertem Unternehmenswert in Höhe von 69,2 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 2,57 Euro – fast 220 Prozent über der zuletzt deutlich ermäßigten Marktbewertung.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mit der durch die DPR erzwungenen Bilanzkorrektur musste Catalis unerfreuliche Schlagzeilen in Kauf nehmen, die auch an dem im Zuge der allgemeinen

Marktschwäche ohnehin seit Monaten unter Druck stehenden Aktienkurs nicht spurlos vorüber gegangen sind. Da allerdings die meisten der kommunizierten Änderungen die Vergangenheit bzw. das laufende Jahr betreffen und rein bilanzieller Natur, das heißt ohne Auswirkungen für das operative Geschäft oder die Liquidität des Unternehmens sind, bleiben die hieraus resultierenden Konsequenzen für unsere Schätzungen nur sehr moderat. Diese basieren nach wie vor auf unserer Überzeugung, dass es sich bei Catalis um ein hervorragend aufgestelltes, wachstumsstarkes und profitables Unternehmen handelt, das den bisherigen Erfolgskurs auch in Zukunft fortsetzen dürfte. Insofern sehen wir die faire Bewertung nach wie vor deutlich oberhalb der aktuellen Marktkapitalisierung und bekräftigen auch vor dem Hintergrund der jüngsten Kursschwäche unser bisheriges Kaufurteil. Die Meldung zur Bilanzkorrektur eröffnet dabei die Chance zu einer Bodenbildung, weil die seit Monaten anhaltende Unsicherheit nun ausgeräumt sein dürfte.

Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>
E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie und zwei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
02.04.08	1,03 Euro	Kaufen
03.12.07	1,07 Euro	Kaufen

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.