

Catalis SE

Stärken und Chancen

- **Führende Marktstellung:** Im Kerngeschäft, dem Testen von Film-DVDs, ist Catalis weltweit führend. Auch bei der Qualitätssicherung von Blu-ray-Scheiben gehört die niederländische Gesellschaft zu den wichtigsten Anbietern.
- **Breites Leistungsspektrum:** Durch das Angebot von Test-, Entwicklungs-, Zertifizierungs- und vielen weiteren medien-spezifischen Dienstleistungen zielt Catalis auf die zunehmende Konvergenz innerhalb des Sektors und positioniert sich als ein Komplettanbieter, der dem Kunden sämtliche Outsourcing-dienste aus einer Hand liefert.
- **Märkte mittelfristig aussichtsreich:** Ungeachtet der aktuellen Krise bietet der Bereich der digitalen Unterhaltung nach wie vor große Wachstumspotenziale. Auch die Ausdifferenzierung der Plattformen und Formate ist in Bezug auf die Qualitätssicherung mit steigenden Volumina verbunden.

Schwächen und Risiken

- **Laufendes Jahr mit Verlust:** Entgegen unserer bisherigen Erwartungen wird Catalis, nicht zuletzt durch belastende Einmaleffekte, dieses Jahr ins Minus rutschen.
- **DVD-Markt mit Sättigungstendenzen:** Auch nach der Krise dürfte der Markt für Standard-DVDs allenfalls stagnieren.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	34,6	38,1	32,0	33,6	CAGR Umsatz 07-10 (e)	-1,0%
Umsatzwachstum	214,9%	10,1%	-16,0%	5,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	-9,2%
EBIT (Mio. Euro)	2,7	2,9	-1,0	2,0	CAGR EPS 07-10 (e)	-10,1%
EBIT-Marge	7,7%	7,7%	-3,1%	6,0%		
EPS	0,05	0,05	-0,03	0,04	Enterprise Value (Mio. Euro)	15,2
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	13,3
KUV	0,23	0,21	0,25	0,24	EV / Umsatz 09 (e)	0,5
KGV	4,4	3,9	-	6,0	EV / EBIT 09 (e)	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,6

Kaufen (unverändert)

Kursziel

0,70 Euro

Aktueller Kurs

0,21 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,235	0,30	0,39
Tief (Euro)	0,20	0,20	0,152
Performance	-9,6%	-28,3%	-30,7%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	7.274	8.544	7.527

Stammdaten

ISIN / WKN	NL0000233625 / 927093
Branche	Outsourcing-Dienstleister
Sitz der Gesellschaft	Eindhoven
Internet	www.catalisgroup.com
Ausstehende Aktien	37,9 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 2000
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung	8,0 Mio. Euro
Free Float	74,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Unternehmensprofil

Dienstleistungen für die digitale Medienindustrie

Bei Catalis SE aus Eindhoven handelt es sich um einen führenden Anbieter von Outsourcingdienstleistungen für die digitale Medienindustrie, mit den Schwerpunkten Qualitätssicherung und Spieleentwicklung. Dabei fungiert Catalis selbst lediglich als strategische Holding, das operative Geschäft wird über die beiden hundertprozentigen Töchter Testronic Laboratories und Kuju Entertainment betrieben. Insgesamt ist der Konzern an weltweit 10 Standorten präsent und beschäftigt 409 Mitarbeiter (Stand 30.09.2009). Die Aktie wird seit Juli 2000 an Börse gehandelt, wobei sie bis zu der 2003 vollzogenen Neuausrichtung auf das heutige Kerngeschäft unter aeco N.V. firmierte.

Kerngeschäft Qualitätssicherung

Eine besonders starke Marktstellung hat Catalis auf dem Gebiet der Qualitätssicherung (QS), wo über die Tochter Testronic unterschiedlichste Testleistungen für die Film-, Spiele- und Softwareindustrie angeboten und zudem Zertifizierungs- und Kompatibilitätsprüfungen für Hardwarehersteller durchgeführt werden. Der eigene Anspruch von Testronic lautet dabei, sämtliche Inhalte auf allen Medien und allen Endgeräten testen zu können. In der Praxis dominiert derzeit aber noch das Geschäft mit dem Testen von Film-DVDs (inkl. des Nachfolgeformats Blu-ray). Im Auftrag der Rechteinhaber übernimmt Catalis hierbei eine breite Palette an Prüfschritten, die eine fehlerfreie Masterdisk sicherstellen sollen. Die Checkliste umfasst die Vollständigkeit und Bedienbarkeit der Menüs, die Funktionalität der Disk, ihre Ausstattung mit Sprach- und Untertitelversionen, die Übereinstimmung mit rechtlichen Normen der Zielmärkte sowie die Kompatibilitätsprüfung mit den handelsüblichen Abspielgeräten. Um die hierbei erforderliche enge Abstimmung mit dem Herstellungsprozess zu garantieren, sind die Prüfzentren in unmittelbarer Nachbarschaft der entsprechenden Produktionsstätten angesiedelt, teilweise sogar innerhalb derselben Gebäude.

Weitere „Testgebiete“

Zum zweitwichtigsten Bereich innerhalb des Segments haben sich die Aktivitäten rund um das Testen von Video- und Computerspielen entwickelt. Da Videospiele viel komplexer sind als Film-DVDs, gestaltet sich die Qualitätsprüfung entsprechend aufwendiger. Sie umfasst, neben der Menüführung, den Sprachvarianten und der Steuerung, auch solche Aspekte wie die Stabilität und – gerade im PC-Bereich enorm wichtig – die Kompatibilität mit den gängigen Hardwarekonfigurationen. Allein für den letztgenannten Punkt überprüft Catalis für jedes Spiel die 400 (!) populärsten handelsüblichen Computertypen. Da zudem viele Releases auf allen gängigen Plattformen (Playstation 2/3, PSP, Xbox, Nintendo und PC) erscheinen, sind auch die Qualitätsprüfungen für alle Formate durchzuführen. Schließlich gehört auch die Prüfung von Software, komplexen Webseiten sowie von eLearning-Angeboten zum Leistungsspektrum, wobei in dem letztgenannten Nischenmarkt Catalis sogar europaweit führend ist.

Hauptumsatzträger Spieleentwicklung

Hinsichtlich des Umsatzbeitrags hat allerdings die Sparte Spieleentwicklung den Bereich der Qualitätssicherung inzwischen überflügelt. Verantwortet wird das Segment von der Anfang 2007 übernommenen Kuju Entertainment aus England, einem der weltweit renommiertesten unabhängigen Spieleentwickler, der bereits seit 20 Jahren im Markt tätig ist und in dieser Zeit über 50 Titel entwickelt hat. Der kumulierte Einzelhandelsumsatz dieser Produktionen wird vom Unternehmen auf rund 550 Mio. US-Dollar angegeben. Die Kuju-Familie umfasst aktuell fünf Studios, die zusammen eine breite Palette an Themen und Genres abdecken (siehe Tabelle).

	Sitz	Fokus
Zoe Mode	Brighton, GB	Musik-, Party- und Gesellschaftsspiele
doublesix	Guildford, GB	Klassische Actionspiele
Headstrong	London, GB	Actionspiele für Wii
Vatra	Brno, CZ	Hochwertige Actionspiele
Kuju Manila	Manila, Philippinen	Auftragsarbeiten für andere Studios

Kuju's Studios; Quelle: Unternehmen

Konzentration auf Dienstleistung

Dabei fungiert Kuju ausschließlich als ein Auftragsfertiger, der die Spiele im Rahmen von Dienstleistungsverträgen für seine Kunden entwickelt. Zu diesen zählen insbesondere die führenden Publisher wie Microsoft, Sony, Nintendo, Ubisoft, Electronic Arts, Disney, Activision oder Warner Brothers, Aufträge von kleineren und finanzschwächeren Adressen werden aufgrund der damit verbundenen Projekt- und Finanzierungsrisiken nur in Ausnahmen angenommen. Bedingt durch den breiten Kundenkreis umfasst das Leistungsspektrum Spiele für sämtliche gängigen Plattformen, vom PC über die Xbox bis hin zu Wii und den mobilen Konsolen. Abgerundet werden die Aktivitäten durch Produktionsdienstleistungen wie die Regionalisierung (Anpassung an die sprachlichen, gesetzlichen und kulturellen Eigenschaften der jeweiligen Region), Vertonung oder Plattformportierung.

Markt und Strategie

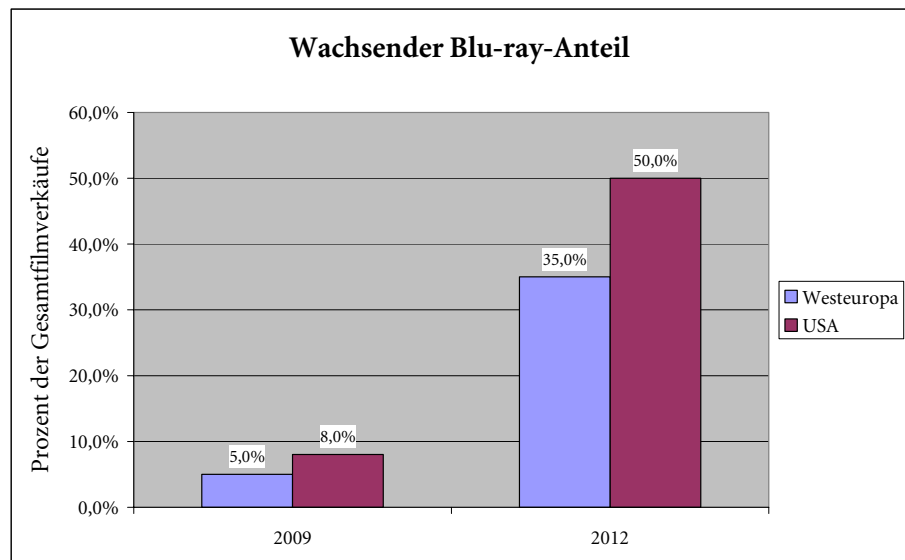
DVD-Markt schrumpft

Nach Jahren stürmischen Wachstums, in dessen Folge die DVD die Videokassette in kürzester Zeit als Hauptträger für Filme ablösen konnte, zeigt der Markt seit einigen Jahren Sättigungstendenzen. So haben beispielsweise die Umsätze mit Film-DVDs in Westeuropa bereits 2005 ihren Höhepunkt bei 11,4 Mrd. Euro überschritten, 2008 wurden diesseits des Atlantiks nur noch rund 10 Mrd. Euro mit den silbernen Scheiben Erlöst. Dabei brachte das letzte Jahr auch erstmalig einen weltweiten Absatzrückgang, nachdem zuvor lediglich die fallenden Preise das Marktvolumen belastet hatten. Die Entwicklung setzt sich auch in der aktuellen Periode fort. So reduzierten sich die DVD-Umsätze in den USA in den

neun Monaten bis September um 16 Prozent, auf 6,8 Mrd. US-Dollar (Quelle: The Digital Entertainment Group).

Blu-ray wächst trotz Krise

Neben der offensichtlichen Marktsättigung liegt eine wichtige Ursache des schrumpfenden DVD-Marktes in der zunehmenden Verbreitung des Nachfolgeformats Blu-ray, auf das bei einigen Blockbuster-Veröffentlichungen bereits mehr als 20 Prozent der verkauften Datenträger entfallen. So liegen auch im laufenden Jahr trotz der Krise die Blu-ray-Verkäufe deutlich im Plus, allein für die USA wird von der Digital Entertainment Group bis zum September ein Plus von 83 Prozent auf 0,57 Mrd. US-Dollar konstatiert. Dank dieses Trends sollen bereits 2012 rund die Hälfte aller in Westeuropa und sogar über 90 Prozent aller in den USA verkauften Filmträger auf Blu-ray ausgeliefert werden (siehe Grafik).



Quelle: Futuresource Consulting

Marktpotenzial durch Mehrfachveröffentlichungen

Für Catalis bringt diese Entwicklung zweierlei Vorteile mit sich. Zum einen ermöglicht das neue Format die Unterbringung von deutlich größeren Datenmengen auf einer Scheibe, weswegen die Vielfalt der angebotenen zusätzlichen Features weiter zunehmen dürfte. Damit steigt aber auch die Komplexität der Produkte und infolgedessen auch der Prüfbedarf pro Disk. Zum anderen werden noch auf Jahre hinaus beide Formate im Markt stark vertreten sein, mit der Folge einer hohen Anzahl von Doppelveröffentlichungen. Und solange die Filme in unterschiedlichen Formaten angeboten werden, muss für beide das Testprocedere in vollem Umfang erfolgen. Dies gilt auch für die ebenfalls rasch an Bedeutung gewinnenden alternativen Vertriebswege wie Video-on-Demand oder Kaufdownloads. Auch diese Varianten erfordern eine sorgfältige Qualitätsprüfung der angebotenen Dateien; aufgrund der schier Vielfalt der damit theoretisch erreichbaren Plattformen (PC mit unterschiedlichen Konfigurationen,

Netbooks, TV-Geräte, Set-Top-Boxen, Smartphones etc.) dürfte der damit verbundene Prüfaufwand kaum geringer sein als der beim diskbasierten Vertrieb.

Wachstum des Spielmarktes durch Krise unterbrochen

Eine durchwachsene Entwicklung zeigt aktuell auch der Spielmarkt, den Catalis sowohl als Auftragsentwickler als auch als Testdienstleister adressiert. Nachdem der Sektor in der Vergangenheit von zweistelligen Zuwächsen verwöhnt worden war (allein 2008 stieg der Umsatz nach Angaben von Media Control GfK International um 20 Prozent auf 32 Mrd. US-Dollar) und damit zuletzt sogar die Filmindustrie überflügelte, brachte die Wirtschaftskrise einen jähen und unerwarteten Einbruch. So gingen die diesjährigen Einnahmen aus Videospiegelverkäufen in den USA um 12,2 Prozent zurück, in Japan wurde sogar ein Viertel weniger umgesetzt. Neben der allgemeinen Kaufzurückhaltung wirkt sich hier ein boomender Handel mit gebrauchten Spielen belastend aus, der in den USA durch ganz große Adressen wie Toys 'R' Us und Wal-Mart noch zusätzlich befeuert wird.

Produktkomplexität als Wachstumstreiber

Trotz dieser kurzfristigen Schwächen gelten die Catalis-Zielmärkte weiterhin als aussichtsreich, wobei die Gesellschaft in beiden Segmenten von der rasch steigenden Komplexität der Produkte profitieren dürfte, die den Rückgriff auf spezialisierte, erfahrene und zuverlässige Dienstleister nahelegt. Erklärte Zielsetzung von Catalis ist es deswegen, sich langfristig als Dienstleister entlang der gesamten Wertschöpfungskette zu positionieren und dabei eine derart führende Position einzunehmen, wie sie der Konzern bereits im Standard-DVD-Bereich innehat. Hier ist das Unternehmen nach kurzer Zeit nicht nur mit großem Abstand Marktprimus (Marktanteil 50 Prozent), sondern auch als einziger Anbieter auf beiden Seiten des Atlantiks aktiv.

Synergien und ...

Beim Ausbau der Position dürfte Catalis von dem eigenen breiten Ansatz profitieren, der dem Konzern gleich mehrere Vorteile bietet. Neben der gerade im Spielmarkt wichtigen Fähigkeit, zahlreiche Leistungen aus einer Hand anbieten und damit die Komplexität für den Kunden reduzieren zu können, sind es vor allem die Cross-Selling-Potenziale, die sich aus der Ansprache der Kunden ergeben. Angesichts der zunehmenden Konvergenz des Film- und des Spielegeschäfts, die für die Rechteinhaber mittlerweile in vielen Fällen nur noch zwei unterschiedliche Auswertungswege ihre Rechte darstellen, erhofft sich Catalis eine gegenseitige Befruchtung der Spiele- und Filmsegmente seiner Qualitätssicherungsparte. Aber auch zu der Spieleentwicklung gibt es natürliche Überschneidungen, die hausinterne Vergabe der Prüfungsschritte für Kuju-Entwicklungsprojekte stellt beispielsweise eine nahe liegende Option dar.

... Unabhängigkeit

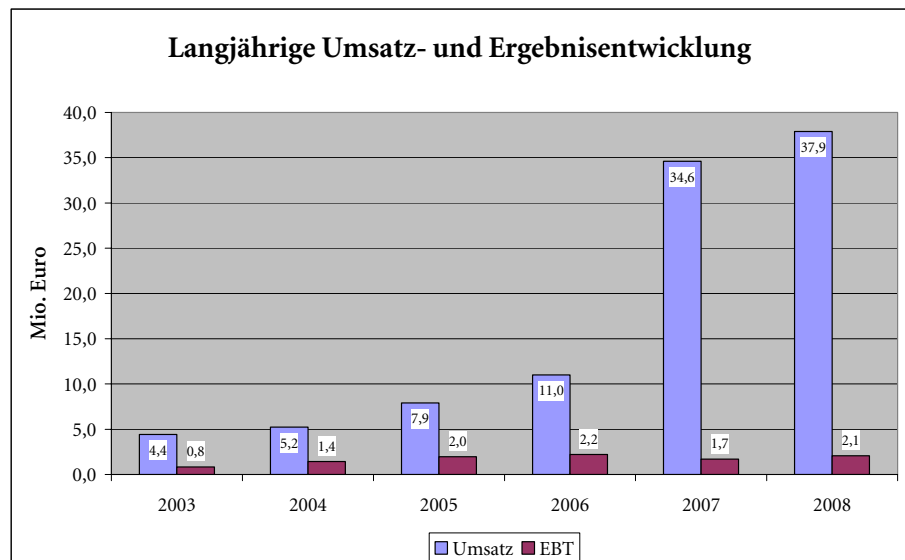
Um dies gewährleisten zu können und um für alle relevanten Marktteilnehmer als Geschäftspartner in Frage zu kommen, achtet Catalis streng auf die eigene Unabhängigkeit. Dies betrifft sowohl das Spektrum der abgedeckten Inhalte,

Medien und Endgeräte als auch die konsequente Selbstbeschränkung auf „Zulieferdienstleistungen“. In besonderem Maße gilt das für die Spieleentwicklung, die Kuju ausschließlich als Auftragsfertiger betreibt, um die Konkurrenz zu eigenen Kunden definitiv auszuschließen. Darüber hinaus vermeidet Kuju damit die üblicherweise mit der Entwicklung eigener Spiele verbundenen finanziellen und IP-Risiken (Intellectual property).

Geschäftsentwicklung

Profitables Dienstleistungsgeschäft

Die 2002 vollzogene Neuausrichtung auf Dienstleistungen für die Film- und später auch die Spieleindustrie brachte Catalis sechs Jahre ununterbrochenen Wachstums, in dessen Folge die Einnahmen auf das 8,5-fache gesteigert werden konnten. Auch blieb der Konzern seit 2003 durchgehend profitabel, mit einer Vorsteueremarge von zwischenzeitlich über 20 Prozent. Diese Größenordnung konnte zwar seit der Übernahme von Kuju nicht mehr erreicht werden, doch blieben auch im letzten Jahr trotz belastender Sondereffekte (u.a. kurzfristige Stornierung eines zuvor zugesagten Großauftrags, für den bereits die Kapazitäten geschaffen worden waren) immer noch 5,5 Prozent des Umsatzes als Vorsteuergewinn in der Kasse. Da Catalis zudem aus der Zeit vor 2003 noch über Verlustvorträge verfügt, lag auch die Nettoumsatzrendite auf diesem ordentlichen Niveau.



Quelle: Unternehmen

Laufendes Jahr mit spürbaren Krisenfolgen

Bedingt durch den tiefen konjunkturellen Einbruch wird Catalis die bisherige Erfolgsstory dieses Jahr nicht fortsetzen können. Vor allem wegen der in dem zu beobachtenden Ausmaß überraschenden und immer noch anhaltenden Zurück-

haltung der wichtigsten Kunden im Hinblick auf ihre Veröffentlichungs- und Entwicklungspläne musste Catalis seit Jahresanfang bereits drei Mal die eigenen Prognosen reduzieren. Dementsprechend schwach sind auch die gemeldeten Zahlen für die ersten drei Quartale ausgefallen, die sowohl beim Umsatz als auch beim EBIT deutliche, teilweise hohe zweistellige, Rückgänge zeigen. Hiervon betroffen sind gleichermaßen beide Segmente, auch die Ursachen – Projektverschiebungen und Auftragsstornierungen – sind in beiden Fällen gleich.

Geschäftszahlen (Mio. Euro)	9 Monate 2008	9 Monate 2009	Änderung
Umsatz			
- Testronic	11,5	10,1	-12,2%
- Kuju	16,4	15,2	-7,3%
- Konzern	28,0	25,3	-9,7%
EBIT (vor Einmalkosten)			
- Testronic	2,0	0,9	-55,0%
- Kuju	1,7	1,0	-41,2%
- Konzern	3,0	1,0	-65,3%

Angaben in Mio. Euro und Prozent; Quelle: Unternehmen

Umstrukturierung durchgeführt

In Reaktion auf den Einbruch hat Catalis bereits zu Jahresanfang eine Restrukturierung beschlossen, in deren Verlauf das Studio-Portfolio bei Kuju reduziert und neu ausgerichtet und der Personalbestand innerhalb des Konzerns auf 409 reduziert wurden (Jahreswechsel: 461). Insgesamt geht das Management davon aus, durch diese Maßnahmen eine jährliche Kostenentlastung um ca. 4,8 Mio. Euro zu erreichen. Da allerdings die Umstrukturierung selbst mit 0,6 Mio. Euro zu Buche geschlagen hat und zusätzlich Kosten aus einem überraschenderweise verlorenen Gerichtsprozess in Höhe von 0,8 Mio. Euro verkraftet werden mussten (bei Testronic), rutschte das Neunmonats-EBIT unter Berücksichtigung der Sonderbelastungen mit -0,4 Mio. Euro sogar ins Minus.

Bewertung

Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Catalis ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 10,8 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,9 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) und eine langfristige Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent ansetzen. Für die Risikoeinschätzung ist der aus Marktdaten statistisch ermittelte Wert für den Betafaktor wegen der geringen Korrelation der Catalis-Aktie zum Gesamtmarkt

wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Und hier hat das laufende Jahr gezeigt, dass auch das Testgeschäft, dem wir bisher eine höhere Stabilität zugetraut hatten, vor konjunkturellen Schwankungen nicht gefeit ist. Die Sparte Entwicklungsdienstleistungen hat ohnehin einen ausgeprägten Projektcharakter, weswegen ihre Umsätze und Erträge als stark volatil einzustufen sind. Aus diesem Grund haben wir uns entschieden, den Risikoaufschlag gegenüber unseren bisherigen Kalkulationen etwas zu erhöhen. Wir kalkulieren nun mit einem Beta-Faktor von 1,5, woraus sich ein Eigenkapitalkostensatz von 10,8 Prozent ergibt.

2010 wieder profitabel

Bedingt durch das anhaltend schwierige Marktumfeld hat Catalis anlässlich der Bekanntgabe der Neunmonatszahlen die eigenen Prognosen für das laufende und das kommende Jahr modifiziert. Demnach erwartet die Gesellschaft für 2009 einen rund 15-prozentigen Umsatzrückgang auf 32 Mio. Euro und – erstmalig seit der Neuausrichtung vor sieben Jahren – ein negatives Ergebnis. Unter Berücksichtigung der Einmalkosten in Höhe von 1,4 Mio. Euro soll das EBIT bei -1 Mio. Euro liegen, ohne diese Effekte bliebe Catalis somit operativ profitabel. Bedenkt man das Ausmaß der Krise, die beispielsweise jüngst Electronic Arts, eine der Branchengrößen im Spielegeschäft, zum Abbau von 1.500 Arbeitsplätzen (entspricht 17 Prozent der Belegschaft) sowie zu Schließungen von Studios zwang, lässt sich das Catalis-Ergebnis durchaus sehen. Dies umso mehr, als durch die Umstrukturierungen und Kostensenkungen die Gewinnschwelle nun dauerhaft gesenkt wurde. Dadurch dürften schon bei moderaten Volumensteigerungen in den Folgejahren überdurchschnittliche Ergebnisfortschritte erzielbar sein. Dies bringt auch die unternehmenseigene Prognose zum Ausdruck, die für 2010 bei einem 6-prozentigen Umsatzwachstum ein EBIT von 2,5 Mio. Euro in Aussicht stellt.

Reduzierte Schätzungen

Da auch wir bislang von einer Belebung zum Jahresende ausgegangen sind, müssen wir nun unsere Schätzansätze überarbeiten. Bezogen auf das laufende Jahr folgen wir nun der unternehmensseitigen Guidance, während wir für 2010 geringfügig darunter bleiben. Da die anschließenden Wachstumsraten unverändert bleiben, bedeutet das eine Absenkung des gesamten Wachstumspfades. Dies sehen wir angesichts der absehbaren Entwicklung des DVD-Marktes nun als gerechtfertigt an, da dieser auch nach dem Ende der Krise allenfalls stagnieren dürfte. Vor allem die Zahl der Veröffentlichungen, für Testronics Geschäftsvolumen die zentrale Determinante, dürfte ihre früheren Höchstmarken nicht mehr erreichen. Auch Blu-ray weist noch nicht das Potenzial auf, diese Lücke in absehbarer Zeit zu schließen. Das neue Format wird sich zwar sicherlich durchsetzen und gerade bei neuen Filmen die Standard-DVD bald als führendes Medium ablösen, hinsichtlich der Auswertung der Kataloge sind wir allerdings skeptisch. Denn die Kunden verfügen bereits über umfangreiche DVD-Sammlungen ihrer Lieblingsfilme und dürften nur in Ausnahmefällen bereit

sein, diese rasch gegen Blu-ray-Scheiben auszutauschen. Insofern wird es für die weiteren Wachstumsperspektiven von Catalis entscheidend sein, wie erfolgreich das Unternehmen die neuen Felder (VoD, Downloads, mobil etc.) besetzt. Das Potenzial ist sicherlich da, doch das Geschäft wird anspruchsvoller. In Summe kalkulieren wir nun mit einem modellhaften Geschäftsverlauf, wie er in der nachfolgenden Tabelle dargestellt ist:

Ertragswertmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	32,0	33,6	37,0	40,7	44,7	49,2	54,1	59,0
Erlöswachstum		5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Nettorendite		4,0%	6,0%	6,1%	5,8%	5,6%	5,3%	5,0%
Gewinn (Mio. Euro)	-1,28	1,33	2,22	2,47	2,61	2,75	2,88	2,97
Gewinnwachstum			66,6%	11,6%	5,6%	5,2%	4,8%	3,1%

**Fairer Wert 0,70 Euro je
Aktie**

Hieraus ergibt sich ein fairer Wert von 26,4 Mio. Euro oder 0,70 Euro je Aktie, wobei für den Zeitraum ab 2017 ein „ewiges“ Ertragswachstum von 2,0 Prozent unterstellt wurde. Die Aktie weist somit trotz der reduzierten Prognosen ein Aufwärtspotenzial von rund 230 Prozent auf.

Fazit

**Unverändertes Anlageur-
teil: „Kaufen“**

Als führender Outsourcing-Dienstleister für die digitale Medienindustrie konnte sich Catalis deren Krise nicht entziehen. Sowohl im Geschäft mit Testdienstleistungen für Filme und Videospiele als auch als Auftragsentwickler von Spielen musste die Gesellschaft Auftragsstornierungen und Projektverschiebungen hinnehmen. Dementsprechend wird das laufende Geschäftsjahr voraussichtlich mit einem zweistelligen Umsatzrückgang und, anders als von uns bis zuletzt erwartet, mit einem Fehlbetrag enden – dem ersten seit 2002. Ohne Einmaleffekte bliebe Catalis allerdings, nicht zuletzt dank umfangreicher Kostensenkungen, operativ profitabel. Vor diesem Hintergrund dürfte schon eine moderate Markterholung in 2010 ausreichen, um eine Rückkehr in deutlich positives Terrain zu ermöglichen. Auf Basis dieser Erwartung signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert von 0,70 Euro je Aktie, trotz der Absenkung immer noch 230 Prozent über dem aktuellen Kurs. Wir bestätigen deswegen unser Urteil und stufen die Aktie weiterhin als einen „Kauf“ ein.

Über Performaxx

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

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

Unser Leistungskatalog umfasst:

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

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch.

Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

Telefon: + 49 (0)89 / 44 77 16-0

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

Internet: <http://www.performaxx.de>

E-Mail: kontakt@performaxx.de

Disclaimer

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

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

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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

Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. 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 pro Jahr voraussichtlich eine Studie und drei Updates. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
13.08.2009	0,29 Euro	Kaufen
24.03.2009	0,21 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)

Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Performaxx Research GmbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen. Alle Charts dieser Finanzanalyse wurden mittels Market-Maker (www.market-maker.de) erstellt.