

Catalis SE

Stärken und Chancen

- **Anhaltendes Umsatzwachstum:** Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat Catalis den Umsatz um 10 Prozent auf 38,1 Mio. Euro gesteigert. Damit wurde die Sorge vor einem scharfen Einbruch widerlegt.
- **Auch 2009 profitabel:** Trotz der Wirtschaftskrise dürfte der Outsourcingdienstleister auch im laufenden Jahr profitabel bleiben. Das Management stellt sogar ein in Relation zur Umsatzentwicklung überdurchschnittliches EBIT-Wachstum in Aussicht.
- **Kapitalerhöhung erweitert Spielraum:** Dank der jüngst erfolgreich platzierten Kapitalerhöhung könnte Catalis die Gunst der Stunde nutzen und die eigene Position mit günstigen Zukäufen stärken.
- **Hohes Kurspotenzial:** Unser Bewertungsmodell signalisiert trotz deutlicher Abwärtskorrekturen immer noch eine dreistellige Kurschance.

Schwächen und Risiken

- **Hoher Cash-Abfluss in 2008:** Verursacht durch zwischenzeitliche Probleme hat Catalis im abgelaufenen Jahr einen spürbaren Rückgang der liquiden Mittel verzeichnet. Inzwischen wurde der Trend aber nach Unternehmensangaben gedreht.
- **Akquisitionskurs riskant:** Die Expansion durch Zukäufe birgt trotz der nachweislichen bisherigen Erfolge ein erhöhtes Risiko.

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	34,6	38,1	38,0	39,9	CAGR Umsatz 07-10 (e)	4,9%
Umsatzwachstum	214,9%	10,1%	-0,3%	5,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	5,1%
EBIT (Mio. Euro)	2,7	2,9	2,9	3,1	CAGR EpS 07-10 (e)	-2,4%
EBIT-Marge	7,7%	7,6%	7,6%	7,8%		
EpS	0,05	0,05	0,05	0,04	Enterprise Value (Mio. Euro)	16,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	15,5
KUV	0,23	0,21	0,21	0,20	EV / Umsatz 08 (e)	0,4
KGV	4,3	3,9	4,4	4,6	EV / EBIT 08 (e)	5,6
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,5

Kaufen (unverändert)

Kursziel

0,94 Euro

Aktueller Kurs

0,21 Euro (Xetra)



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,29	0,33	1,13
Tief (Euro)	0,152	0,152	0,152
Performance	29,4%	-20,4%	-79,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	8.149	9.425	13.363

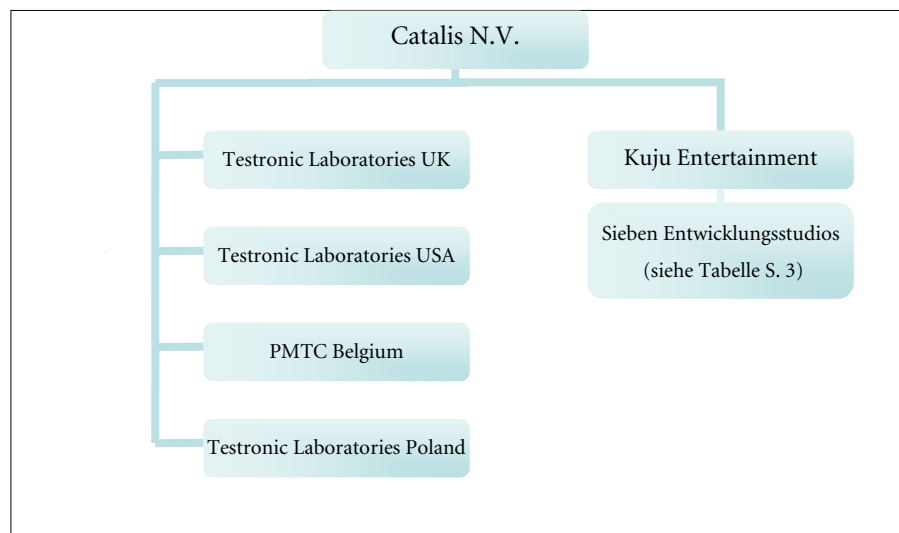
Stammdaten

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	7,8 Mio. Euro
Free Float	74,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Unternehmensprofil

Dienstleistungen für die digitale Medienindustrie

Bei Catalis N.V. aus Eindhoven handelt es sich um einen führenden Anbieter von Outsourcingdienstleistungen für die digitale Medienindustrie. Dabei fungiert Catalis selbst lediglich als strategische Holding, das operative Geschäft wird über insgesamt 13 Tochtergesellschaften in Europa, den USA und auf den Philippinen betreiben (siehe Abbildung). Hervorgegangen ist die seit dem Sommer 2000 börsennotierte Gruppe aus der aeco N.V., einem Hersteller von optischen und elektrischen Testgeräten für die Herstellung von digitalen Speichermedien (CD, DVD). Nach einer tiefgreifenden Krise erfolgte im Jahr 2002 ein Führungswechsel mit anschließendem Management-Buy-Out, die Umfirmierung in Catalis sowie die operative Neuausrichtung auf das Dienstleistungsgeschäft. Seitdem konnte die Gesellschaft ein rasantes und profitables Wachstum vorweisen und sich auf einzelnen Teilgebieten des abgedeckten Leistungsspektrums als klarer Marktführer etablieren.



Beteiligungsübersicht von Catalis; Quelle: Unternehmen

Kerngeschäft Qualitätssicherung

Dies gilt insbesondere für das bisherige Kerngeschäft Qualitätssicherung (QS), in dem Catalis über die Tochter Testronic unterschiedlichste Testleistungen für die Film-, Spiele- und Softwareindustrie anbietet und zudem Zertifizierungs- und Kompatibilitätsprüfungen für Hardwarehersteller durchführt. Der eigene Anspruch von Testronic lautet dabei, sämtliche Inhalte auf allen Medien und allen Endgeräten testen zu können.

Bisheriger Schwerpunkt „DVD-Testen“

Trotz dieser breiten Aufstellung spielt allerdings der erstgenannte Punkt, das Testen von Film-DVDs (inkl. des Nachfolgeformats Blu-ray), immer noch eine dominierende Rolle innerhalb des Geschäftsbereiches. 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. So ist das polnische Catalis-Werk auf dem Gelände von Technicolor angesiedelt, dem weltweit führenden Spezialisten für das Programmieren (Authoring) und Replizieren von DVDs. Und in Los Angeles wurden einige Catalis-Aktivitäten sogar in das Gebäude von Deluxe Digital Services, einem Technicolor-Konkurrenten, integriert.

Weitere „Testgebiete“

Zum zweitwichtigsten und auch dynamischsten 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, der 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. Federführend für diesen Bereich wie auch für die Hardwarezertifizierung ist PMTC aus Belgien, die im August 2006 übernommen wurde. 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, die mit ihren sieben Studios (siehe Tabelle) eine breite Palette an Themen und Genres des Spielmarktes abdeckt.

	Sitz	Fokus
Zoe Mode	Brighton, GB	Musik-, Party- und Gesellschaftsspiele
doublesix	Guildford, GB	Klassische Actionspiele
Chemistry	Sheffield, GB	Qualitativ hochwertige Videospiele
Headstrong	London, GB	Actionspiele für Wii
Kuju America	San Francisco, USA	Casual Games
Nik Nak	Guildford, GB	Kinderspiele
Kuju Manila	Manila, Philippinen	Auftragsarbeiten für andere Studios

Kuju's Studios; Quelle: Unternehmen

Konzentration auf Dienstleistung

Dabei fungiert Kuju, mit der Erfahrung von 15 Jahren sowie 50 entwickelten Titeln und mit einem kumulierten Einzelhandelsumsatz von 550 Mio. US-Dollar einer der größten unabhängigen Spieleentwickler der Welt, ausschließlich als ein Auftragsfertiger, der die Spiele im Rahmen von Dienstleistungsverträgen für seine Kunden entwickelt. Zu diesen zählen zahlreiche Verlage, darunter die Branchengrößen wie Microsoft, Sony, Ubisoft, Electronic Arts oder Nintendo. Dementsprechend 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

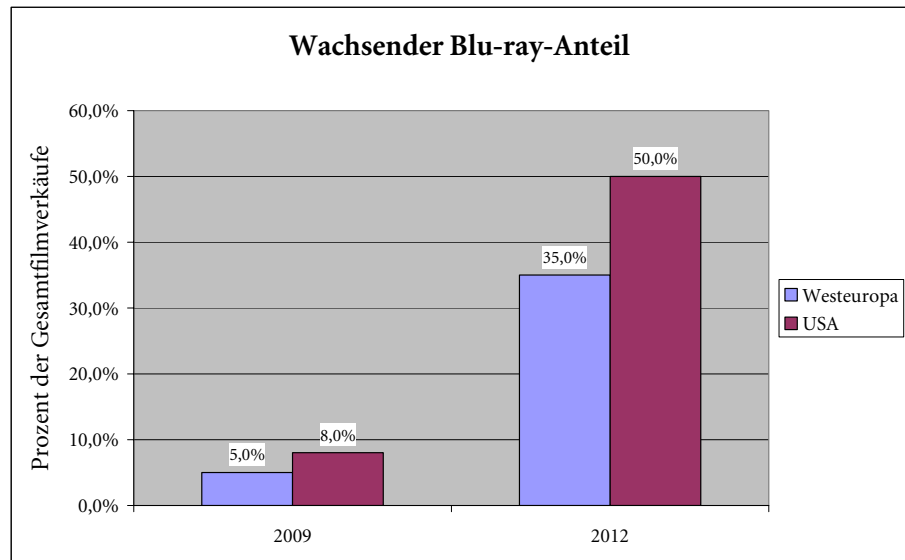
DVD-Markt schrumpft

Nach Jahren stürmischen Wachstums, in dessen Folge die DVD die Videokassette in kürzester Zeit als Hauptträger für Filme ablösen konnte, zeigt der DVD-Markt seit einigen Jahren Sättigungstendenzen. So haben die Umsätze mit Film-DVDs in Westeuropa bereits 2005 ihren Höhepunkt bei 11,4 Mrd. Euro überschritten, für 2008 liegen die Schätzungen bei 10,2 Mrd. Euro. Und gemäß der Marktexperten von Screen Digest wird sich der Trend fortsetzen, bis 2012 dürfte sich das Marktvolumen demnach auf 5,6 Mrd. nahezu halbieren. Diese Entwicklung lässt sich allerdings nicht einfach auf den für Catalis relevanten Markt für die Testdienstleistungen übertragen. Denn die Marktschrumpfung bedingt eine stärkere Ausdifferenzierung des Angebotes, was mit einer steigenden Anzahl unterschiedlicher Releases einhergeht. Gerade durch das schwieriger gewordene Geschäft müssen die DVD-Hersteller nun versuchen, mit vielen Varianten gleichzeitig verschiedene Preis- und Kundensegmente anzusprechen. Dies kommt über eine steigende Anzahl der zu testenden Master-Kopien ebenso Catalis zugute wie die wachsende Anzahl an publizierten Special-Interest-DVDs in relativ geringen Stückzahlen.

Blu-ray mit starken Wachstum

Darüber hinaus liegt die Ursache für die abnehmende Bedeutung der DVD in der zunehmenden Verbreitung des Nachfolgeformats Blu-ray, das nach dem Ende des Wettstreits mit der Konkurrenztechnologie HD-DVD im letzten Jahr deutliche Zuwächse verzeichnen konnte. Auch für das laufende Jahr wird mit hohen Steigerungsraten gerechnet, die Zahl der weltweit verkauften Blu-ray-Scheiben soll trotz der Wirtschaftskrise von 36 Mio. (2008) auf über 100 Mio. Exemplare zunehmen. Den größten Markt stellen derzeit die USA dar, wo im letzten Jahr 24 Mio. Disks (+320 Prozent) verkauft wurden und wo auch dieses Jahr rund 80 Prozent des globalen Absatzes anfallen sollen (Quelle: Futuresource Consulting). Dank dieses Trends, der zwar durch die hohen mit dem Umstieg verbundenen Investitionen (Blu-ray-Player, hochauflösender Fernseher, höhere

Filmpreise) von der Wirtschaftskrise gedämpft, aber nicht gestoppt werden dürfte, 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

Zahlreiche Doppelveröffentlichungen

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 Testprozedere in vollem Umfang erfolgen.

Videospiele mit glänzenden Perspektiven

Den dynamischsten Zielmarkt des Catalis-Konzerns, und zwar sowohl für die Qualitätssicherungssparte als auch für die Entwicklungsdienstleistungen, stellt allerdings der Spielesektor dar. Dank der hochwertigen Spielkonsolen sowie zahlreicher neuer Spielkonzepte (insb. die so genannten Casual Games), mit denen die Branche sich zunehmend als ein Bestandteil der Familienunterhaltung etablieren konnte, legen die weltweiten Umsätze mit PC- und Konsolenspielen mit zweistelligen Raten zu. Nach Angaben von Media Control GfK International betrug der Zuwachs allein letztes Jahr 20 Prozent auf 32 Mrd. US-Dollar, womit der Spielesektor bezogen auf die Erlöse zum ersten Mal die Verkäufe mit Filmträgern überflügelte. Auch für 2009 wird eine weitere Zunahme um 12 Prozent auf 36 Mrd. US-Dollar erwartet, während die kumulierten Umsätze mit DVDs

und Blu-ray-Discs durch den Verfall der ersteren um 4 Prozent auf 27 Mrd. US-Dollar zurückgehen sollen (separat betrachtet wird für Blu-ray allerdings mehr als eine Verdoppelung auf 2,9 Mrd. US-Dollar prognostiziert).

Testaufwand nimmt rasch zu

Ähnlich, wie beim Übergang von der Standard-DVD auf Blu-ray, profitiert Catalis als Testanbieter auch im Spielmarkt von der rasch wachsenden Komplexität der Produkte. Damit erweitert sich nämlich nicht nur das Betätigungsfeld für entsprechende Prüfspezialisten, sondern es erhöht sich auch der wirtschaftliche Stellenwert eines schnellen und zuverlässigen Testverfahrens. Mit der steigenden Komplexität verbunden ist ein weiteres Marktcharakteristikum, das Catalis sich zunutze machen will. Anders als im Film-Bereich, wo in der Regel ein einziges Authoring-Unternehmen für die Programmierung zuständig ist, zeichnet sich die Spielentwicklung durch eine ausgeprägte Arbeitsteilung aus. Neben den Publishern (Rechteinhaber) und den Entwicklern gibt es zahlreiche spezialisierte Zulieferer, die etwa für das Design einzelner Objekte oder für die Plattformportierung verantwortlich sind. Dementsprechend weist der Produktionsprozess zahlreiche Schnittstellen auf, an denen Qualitätskontrollen erforderlich sind. Hieraus resultiert ein beträchtliches Geschäftspotenzial für Testdienstleister, vor allem dann, wenn sie die Qualitätskontrolle auf allen Stufen aus einer Hand anbieten und damit die Prozesskomplexität aus der Perspektive des Publishers reduzieren können.

Externes Wachstum

Darüber hinaus bietet ein derart fragmentierter Markt sehr gute Möglichkeiten, um das eigene Leistungsportfolio sukzessive zu erweitern. So bietet Catalis über die Tochter Kuju bereits heute Dienste wie Plattformkonversion, Art Work (Design von Spielobjekten) und Localisation (Anpassung an Länderbesonderheiten) an und plant, diese Aktivitäten weiter auszubauen. Zur Beschleunigung der Expansion stellen dabei auch Akquisitionen ein wichtiges Strategieelement dar. Nachdem sich die Niederländer bereits in der Vergangenheit mehrere Konkurrenten einverleibt und somit ihre gute Marktposition gesichert haben, hat das Management immer wieder angekündigt, auch die weitere Ergänzung des eigenen Leistungsspektrums mittels Akquisitionen verfolgen zu wollen. Dass das Führungsteam die Übernahme und Integration von Unternehmen beherrscht, hat es in der Vergangenheit bereits mehrfach unter Beweis gestellt.

Einzigartige Positionierung

Erklärte Zielsetzung von Catalis ist es, sich langfristig als Dienstleister entlang der gesamten Wertschöpfungskette zu positionieren und dabei eine derart führende Position einzunehmen, wie es 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. Zudem setzt die Gesellschaft konsequent auf hohe und an allen Standorten einheitliche Qualitätsstandards, die durch die gemeinsame Marke Testronic auch nach außen kommuniziert werden. Gleich-

zeitig ermöglicht die Standortvielfalt die Kombination von maximaler Kunden-
nähe mit optimierten Kostenstrukturen. So wurden nach der Übernahme der
polnischen Gesellschaft Check Disk Europe zahlreiche Prüfaufträge von Groß-
britannien nach Polen umgeleitet, wo die Personalkosten bei vergleichbarer
Qualität, Marktnähe und Sicherheitslage (Raubkopien) wesentlich niedriger
liegen. Eine ähnlich herausgehobene Stellung wie bei den DVDs hat der Konzern
in den übrigen Segmenten noch nicht, allenfalls in Teilbereichen wie dem Testen
von Lernsoftware (europäischer Marktführer) oder der Sprachprüfung von Spie-
len (weltweit Nr. 1) gehört die Gruppe zu den Topanbietern.

Synergien und ...

Beim Ausbau der Position dürfte Catalis aber gerade von dem eigenen breiten
Ansatz profitieren, der dem Konzern gleich mehrere Vorteile bietet. Neben der
bereits erwähnten und 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 Konver-
genz des Film- und des Spielegeschäfts, die für die Rechteinhaber mittlerweile in
vielen Fällen nur noch zwei unterschiedliche Auswertungswege darstellen, er-
hofft 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

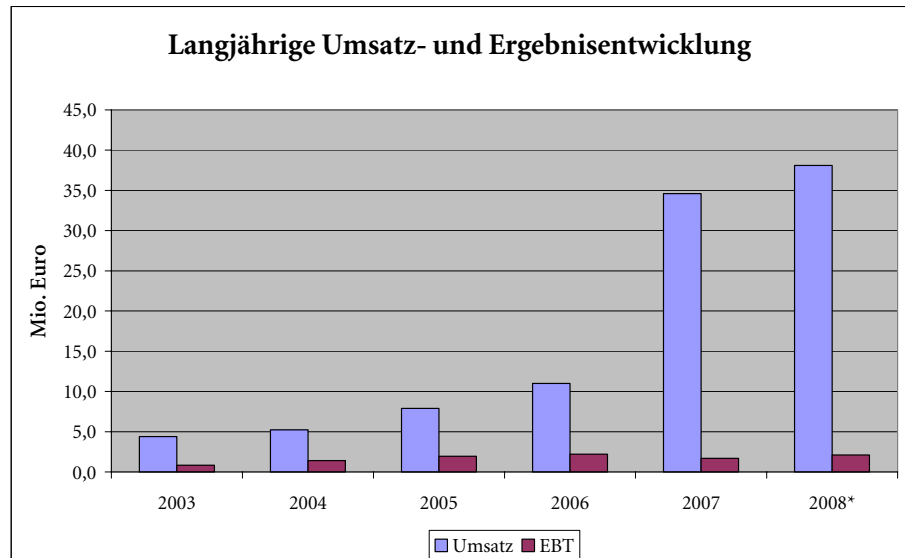
Um dies gewährleisten zu können und um für alle relevanten Marktteilnehmer
als Geschäftspartner in Frage zu kommen, achtet Catalis streng auf die eigene
Unabhängigkeit. Dies betrifft sowohl das Spektrum der abgedeckten Inhalte,
Medien und Endgeräte als auch die konsequente Selbstbeschränkung auf „Zulie-
ferdienstleistungen“. Dies gilt insbesondere für die Spieleentwicklung, die Kuju
ausschließlich als Auftragsfertiger betreibt, um die Konkurrenz zu eigenen Kun-
den definitiv auszuschließen. Darüber hinaus vermeidet Kuju damit die übli-
cherweise mit der Entwicklung eigener Spiele verbundenen finanziellen und IP-
Risiken (Intellectual property).

Geschäftsentwicklung

Profitables Wachstum

Wie erfolgreich die 2002 eingeleitete Neuausrichtung von Catalis verlaufen ist,
belegen die seitdem erzielten Umsatz- und Gewinnzahlen. So konnten die Erlöse
dank des operativen Wachstums sowie mehrerer Akquisitionen innerhalb von
sechs Jahren von 4,4 auf 38,1 Mio. Euro vervielfacht werden, seit 2003 ist Catalis
zudem durchgehend profitabel geblieben. Zuletzt lag die Vorsteueremarge bei
geschätzten 5,5 Prozent, aufgrund der noch bestehenden Verlustvträge vom

Anfang des Jahrzehnts liegt auch die Nettorendite in einer ähnlichen Größenordnung.



Quelle: Unternehmen; * EBT: Performaxx-Schätzung

Testronic mit überproportionalem Ergebnisbeitrag

Von dem letztjährigen Umsatz entfielen 15,2 Mio. Euro bzw. knapp 40 Prozent auf die Sparte Qualitätssicherung, die ihre Einnahmen somit um 8,6 Prozent steigern konnte. Demgegenüber trug die Spieleentwicklung der Kuju-Gruppe 22,9 Mio. Euro zu den Konzernergebnissen bei, ein Anstieg um 10,6 Prozent. Umgekehrt zu den Umsatzanteilen sehen die Ergebnisbeiträge aus. Hier konnte Testronic mit 2,3 Mio. Euro (-17,9 Prozent) fast 80 Prozent zum Konzern-EBIT beitragen, während sich der Kuju-Beitrag nahezu halbierte, auf 0,8 Mio. Euro. Dass auf Konzernebene dennoch ein EBIT-Zuwachs ausgewiesen werden konnte, lag an der Verbesserung des Holding-Beitrags, der aus der Auflösung einer Rückstellung aus dem Jahresabschluss 2007 resultierte.

	Testronic	Kuju	Konzern
Umsatz 2008 (Mio. Euro)	15,2	22,9	38,1
Änderung gegenüber 2007	8,6%	10,6%	9,8%
EBT 2008 (Mio. Euro)	2,3	0,8	2,9*
Änderung gegenüber 2007	-17,9%	-46,7%	7,4%

Geschäftsjahr 2008 nach Segmenten; *zzgl. -0,2 Mio. Euro bei der Holding (Vorjahr -1,6 Mio. Euro)

Sondereffekte verhindern besseres Jahr 2008

Diese betraf die Stornierung eines laufenden Projekts bei der Spieleentwicklungstochter Kuju, die der Kunde mit dem Nichterreichen bestimmter technischer Vorgaben begründet hatte. Obwohl die Rechtmäßigkeit dieses Schrittes von Kuju noch angezweifelt wird, wurde dieser Effekt im Konzernabschluss 2007, der zu diesem Zeitpunkt noch nicht abgeschlossen war, verarbeitet (Kujus

Bücher waren da schon geschlossen). Im Abschluss 2008 erfolgte deswegen nur noch eine Umbuchung aus dem Konzern in die Kuju-GUV. Ein weiteres Problem betraf die Qualitätssicherungssparte. Diese hatte in Reaktion auf eine entsprechende Ankündigung eines großen Kunden seit dem Frühjahr 2008 deutlich höhere Testvolumina erwartet und als Vorbereitung darauf die Kapazitäten massiv ausgeweitet. Als sich im Jahresverlauf herausstellte, dass der Kunde seine Pläne nur zu einem deutlich geringeren Teil realisieren würde, konnten diese Mitarbeiter kaum adäquat beschäftigt werden. Die dadurch fehlenden Deckungsbeiträge und die Kosten der anschließenden Personalreduktion haben sowohl den Cashflow als auch das Ergebnis spürbar belastet.

Reorganisation beschlossen

Als zusätzlich zu diesen unerfreulichen Sonderentwicklungen Kuju zum Jahresende für mehrere Projekte, für die bereits schriftliche Vorverträge (Letter of Intent) vorgelegen haben, Absagen erhielt, hat das Management ein Kostensenkungs- und Restrukturierungsprogramm beschlossen. Im Kern besteht dieses aus Personalumbesetzung und -abbau bei einigen der Studios, die von den Absagen besonders betroffen waren und die nun krisenbedingt ihre Kapazitäten nicht auslasten konnten. Nachdem allerdings die Auftragsentwicklung seit Jahresanfang Unternehmensangaben zufolge das dem Maßnahmenpaket zugrunde liegende Negativszenario nicht bestätigt hat, dürften die Anpassungen nun in einem reduzierten Umfang umgesetzt werden. Dementsprechend geht das Management davon aus, dass die Kosten des Programms deutlich unterhalb der zu nächst kommunizierten maximal 1 Mio. Euro liegen werden.

Kapitalerhöhung platziert

Dadurch könnte nun ein höherer Anteil der Mittel aus der letzten Kapitalerhöhung, die ursprünglich hauptsächlich für das Restrukturierungsprogramm vorgesehen waren, für weiteres Wachstum verwendet werden. Die im Februar abgeschlossene Aktion umfasste insgesamt 8,96 Mio. neue Aktien, die von den Aktionären zum Stückpreis von 0,15 Euro bezogen werden konnten. Da die von den Anteilseignern nicht geordneten Papiere anschließend von einem institutionellen Investor (dem ehemaligen Spin-off von Catalis, der Beteiligungsgesellschaft Navigator Equity Solutions N.V.) gezeichnet wurden, konnte die gesamte Charge trotz der widrigen Marktumstände platziert werden. Der hieraus generierte Mittelzufluss wurde auf 1,3 Mio. Euro beziffert. Angesichts der krisenbedingt deutlich reduzierten Unternehmensbewertung sieht sich Catalis damit gut gerüstet, um an der Akquisitionsfront wieder aktiv zu werden. Dies umso mehr, als auch der Cashflow nach Durchführung der Kostensenkungsmaßnahmen bereits wieder positiv sein dürfte.

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 10,3 %

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. Dem Testgeschäft attestieren wir eine eher geringe Schwankungsanfälligkeit, da sich die Aufträge hauptsächlich an der Zahl der Veröffentlichungen und nicht an den ungleich volatileren Film- oder Spielverkäufen orientieren. Nichtsdestotrotz unterliegt auch die Publikationstätigkeit zyklischen Schwankungen, die sowohl von den Finanzierungsmöglichkeiten als auch von der Endnachfrage sowie von technischen Rahmenbedingungen wie z.B. Generationswechseln bei Spielkonsolen determiniert werden. Demgegenüber hat die Sparte Entwicklungsdienstleistungen ausgeprägten Projektcharakter, so dass ihre Umsätze und Erträge als deutlich volatiler einzustufen sind. Aus diesem Grund halten wir auch für Catalis als Ganzes einen Risikoaufschlag für angemessen, den wir mit einem Betafaktor von 1,4 abbilden. Daraus resultiert ein Eigenkapitalkostensatz von 10,3 Prozent.

Stabiler Ausblick für 2009

Die zuletzt kommunizierte Aufhellung der Geschäftsperspektiven hat Catalis mit der Umsatz- und Ergebnisprognose für 2009 dokumentiert. Demnach erwartet das Unternehmen ein moderates Wachstum auf 39 Mio. Euro (+2,4 Prozent) sowie eine EBIT-Steigerung auf 3,1 Mio. Euro. Den größten Beitrag zu dieser Ergebnisverbesserung erhofft sich das Management von Kuju, wo der Wegfall des letztjährigen Sondereffekts trotz gleichbleibender Umsätze eine EBIT-Erhöhung um 75 Prozent auf 1,4 Mio. Euro ermöglichen sollte.

Erneutes Wachstum ab 2010

Gegenüber der unternehmensseitigen Guidance bleiben unsere Schätzungen etwas vorsichtiger, wir rechnen sowohl beim Umsatz als auch beim Gewinn mit einer Stagnation. Eine Rückkehr auf den Wachstumspfad unterstellen wir erst ab dem nächsten Jahr, für das wir ein moderates Wachstum von 5 Prozent und eine geringfügig erhöhte EBIT-Marge von 7,8 Prozent erwarten (der geringe Rückgang des Nettoergebnisses ist dem Auslaufen des Verlustvortrages geschuldet). Da allerdings derzeit noch nicht absehbar ist, ob und ggf. wie schnell die Märkte ihre Vorkrisendynamik wieder erreichen, haben wir vorsichtsbedingt auch die unterstellten Zuwachsraten für die Folgejahre abgesenkt. Die untenstehende

Tabelle fasst die Geschäftsentwicklung für die nächsten acht Jahre zusammen, wie sie sich aus den von uns getroffenen Annahmen ergibt. Dabei ist allerdings zu betonen, dass sämtliche Schätzungen lediglich den organischen Entwicklungspfad widerspiegeln; Übernahmen, die bei Catalis eigentlich zum Geschäftskonzept dazugehören und die bereits in der Vergangenheit erfolgreich die Expansion beschleunigt haben, werden nicht berücksichtigt. Sie stellen somit ein weiteres, in unseren Schätzungen nicht abgebildetes, Potenzial dar.

Ertragswertmodell	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	38,0	39,9	43,9	48,3	53,1	58,4	64,3	70,0
Erlöswachstum		5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Nettorendite	4,7%	4,3%	4,5%	4,8%	5,0%	5,2%	5,3%	5,3%
Gewinn (Mio. Euro)	1,79	1,70	1,98	2,29	2,64	3,04	3,39	3,73
Gewinnwachstum		-4,6%	16,5%	15,6%	15,2%	14,9%	11,4%	10,1%

Fairer Wert jetzt 0,94 Euro je Aktie

Bei einem unveränderten „ewigen“ Ertragswachstum von 2,5 Prozent im Anschluss an den Detailprognosezeitraum resultiert hieraus ein fairer Wert von 35,6 Mio. Euro oder 0,94 Euro je Aktie. Die deutliche Reduktion des fairen Wertes pro Aktie ist dabei sowohl auf die vorgenommenen Modellmodifikationen zurückzuführen als auch auf die massiv erhöhte Aktienzahl, die infolge der Barkapitalerhöhung sowie der Ausgabe von weiteren Aktien für die ehemaligen Kujū-Eigentümer um mehr als ein Drittel gestiegen ist. Nichtsdestotrotz liegt der von uns ermittelte Wert rund 350 Prozent über dem aktuellen Aktienkurs.

Fazit

Unverändertes Anlageurteil: „Kaufen“

Die Catalis-Aktie hat im letzten Jahr massiv unter der Unsicherheit infolge der sich immer wieder hinauszögernden Veröffentlichung testierter Abschlusszahlen gelitten, die den Effekt des breiten Marktabschwungs und der hierzulande schon seit 2007 anhaltenden Small-Caps-Baisse noch dramatisch verstärkt hatte. Dementsprechend steil war aber der Kursanstieg, als der Outsourcing-Dienstleister für die digitale Medienindustrie im Februar sowohl einen testierten Geschäftsbericht für 2007 als auch solide Zahlen für 2008 und einen optimistischen Ausblick für das laufende Jahr veröffentlichen und damit die Anlegersorgen weitgehend zerstreuen konnte. Das Geschäftsmodell von Catalis ist zwar gegen die Krise nicht immun, doch halten sich deren Auswirkungen in Grenzen. Sowohl die Geschäftsführung als auch wir erwarten für 2009 ein positives Ergebnis, durch eventuelle Zukäufe könnte die Gruppe sogar von der Krise und den dadurch bedingten niedrigeren Übernahmepreisen profitieren. Doch auch ohne die Berücksichtigung etwaiger Akquisitionen signalisiert unser Bewertungsmodell, das auf nun reduzierten Umsatz- und Margenannahmen beruht, ein Kurspotenzial von rund 350 Prozent. Da wir von dem Unternehmen und seinem

Geschäftskonzept nach wie vor überzeugt sind, bestätigen wir unser bisheriges 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>
04.08.2008	0,81 Euro	Kaufen
02.04.2008	1,03 Euro	Kaufen

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

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

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

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

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.