

Catalis SE

Zusammenfassung

- **Umsatzrückgang unvermeidlich:** Der Outsourcingdienstleister für die digitale Medienindustrie musste im zweiten Quartal einen Auftrageinbruch in seiner Qualitätssicherungssparte hinnehmen und wird dadurch sein bisheriges Umsatzziel verfehlen. Insgesamt rechnet das Management nun mit einem fünfprozentigen Umsatzrückgang.
- **Weiterhin profitabel:** Auch wenn der Gewinn infolgedessen sowie durch belastende Einmaleffekte ebenfalls zurückgehen wird, strebt Catalis unverändert ein positives Ergebnis an. Nach der neuesten Prognose soll dieses Jahr ein EBIT von 1 Mio. Euro erwirtschaftet werden.
- **Kosten massiv gesenkt:** Dazu beitragen wird vor allem ein striktes Kostenmanagement, in dessen Rahmen die wichtigsten Aufwandsarten deutlich überproportional zurückgeführt wurden. Damit hat sich Catalis eine gute Basis geschaffen, um bei einer Markterholung zu einem dynamischen Gewinnwachstum zurückzukehren.
- **Immer noch deutliche Unterbewertung:** Trotz des erneuten Rückschlags halten wir das Unternehmen für gut aufgestellt und aussichtsreich. Unser Zielkurs liegt selbst nach der jüngsten Reduktion noch bei 0,86 Euro und damit fast 200 Prozent über dem aktuellen Aktienpreis.

Kaufen (unverändert)

Kursziel **0,86 Euro**
Aktueller Kurs 0,29 Euro (Xetra)



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,31	0,39	0,84
Tief (Euro)	0,23	0,23	0,15
Performance	-3,3%	-23,8%	-66,3%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	12,1 Tsd.	8,2 Tsd.	9,5 Tsd.

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	11,0 Mio. Euro
Free Float	74,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2007	2008	2009e	2010e		
Umsatz (Mio. Euro)	34,6	38,1	36,0	37,8	CAGR Umsatz 07-10 (e)	3,0%
Umsatzwachstum	214,9%	10,1%	-5,5%	5,0%	CAGR EBIT 07-10 (e)	0,3%
EBIT (Mio. Euro)	2,7	2,9	1,0	2,7	CAGR EpS 07-10 (e)	-6,9%
EBIT-Marge	7,7%	7,7%	2,8%	7,1%		
EpS	0,05	0,05	0,01	0,04	Enterprise Value (Mio. Euro)	17,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	14,0
KUV	0,32	0,29	0,31	0,29	EV / Umsatz 09 (e)	0,5
KGV	6,0	5,3	42,1	7,4	EV / EBIT 09 (e)	17,1
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,8

Jüngste Geschäftsentwicklung

Konjunkturbedingte Schwäche im Kerngeschäft

Nachdem die Anfang des Jahres beschlossene und inzwischen vollzogene Restrukturierung den von der Tochter Kuju verantworteten Bereich der Auftragsproduktion betraf, wurde im zweiten Quartal nun auch das Qualitätssicherungssegment von der tiefen Wirtschaftskrise eingeholt. So musste die dafür zuständige Tochter Testronic, die noch im ersten Vierteljahr ihren Vorjahresumsatz von 3,6 Mio. Euro behaupten konnte, zwischen April und Juni einen fast 15-prozentigen Erlösrückgang auf 2,9 Mio. Euro hinnehmen. Ursächlich für diese Verschlechterung war vor allem die aufgekommene Zurückhaltung der wichtigsten Filmstudios bei der Veröffentlichung von DVDs, die damit auf stark zurückgehende DVD-Verkaufszahlen reagierten. Nach Angaben des Branchendienstes Digital Entertainment Group haben diese allein in Amerika in diesem Jahr um 13,5 Prozent unter dem Wert des ersten Halbjahrs 2008 gelegen – ein Rückgang, der selbst durch den 90-prozentigen Anstieg bei Blu-ray-Discs nicht kompensiert werden konnte. Um in diesem Umfeld Kosten zu sparen, wurden insbesondere die Veröffentlichungspläne für die Bestandstitel aus den Katalogen abgespeckt, mit denen die Branche in Form von Sammlerboxen, TV-Serien, Sondereditionen etc. bisher für eine wahre Veröffentlichungsflut sorgte – zur Freude von Testronic. Da gleichzeitig auch bei Kuju durch Projektverschiebungen ins zweite Halbjahr die Einnahmen mit 10,6 Mio. Euro um 0,4 Mio. Euro unter dem Vorjahreswert blieben, verzeichnete der gesamte Catalis-Konzern in den ersten sechs Monaten einen fünfprozentigen Umsatzrückgang auf 17,1 Mio. Euro.

Mio. Euro	1. HJ 2008	1. HJ 2009	Änderung
Umsatz			
- Testronic	7,0	6,5	-7,1%
- Kuju	11,0	10,6	-3,6%
- Konzern	18,0	17,1	-5,0%
EBIT			
- Testronic	0,8	0,4*	-50,0%
- Kuju	1,5	0,9*	-40,0%
- Konzern**	1,8	-0,7	
Periodenergebnis	1,4	-0,8	

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Catalis; *operativ, ohne Einmaleffekte; **inkl. der Holdingkosten; Quelle: Unternehmensangaben

Sondereffekte belasten

Die enttäuschende Umsatzentwicklung hat sich entsprechend in den Gewinnzahlen niedergeschlagen, die operativ um 40 bis 50 Prozent unter dem Vorjahreswert lagen. Hinzu traten im ersten Halbjahr zwei einmalige Sondereffekte, die sich belastend ausgewirkt haben. Zum einen kostete das im Januar beschlossene und inzwischen vollzogene Restrukturierungsprogramm der Kuju-Studios insgesamt 0,6 Mio. Euro. Im Rahmen dieser Maßnahmen, die damit letztendlich deutlich unter den ursprünglich in den Raum gestellten Aufwendungen von bis

zu einer Million Euro lagen, wurden Mitarbeiter entlassen und ausgewählte Studios zusammengelegt bzw. geschlossen. Im Verlauf des zweiten Quartals musste darüber hinaus eine Rückstellung für Prozesskosten in Höhe von 0,8 Mio. Euro gebildet werden. Das Verfahren betraf eine frühere Akquisition von Testronic und wurde nun von der Catalis-Tochter (die als Klägerin agierte) verloren, so dass die Prozesskosten entgegen den bisherigen Erwartungen nicht von der Gegenpartei getragen werden. Nach Aussage des Managements ist der Vorgang damit nun fast vollständig abgeschlossen, weitere nennenswerte Summen sind hieraus nicht mehr zu erwarten.

Restrukturierung abgeschlossen

Damit ist der Vorgang zwar ärgerlich, für die weitere Entwicklung des Konzerns aber weitgehend vernachlässigbar. Demgegenüber sollten die durchgeführten Kostensenkungsmaßnahmen, in deren Rahmen beispielsweise der Personalbestand binnen eines Jahres von 550 auf 440 reduziert wurde, in Zukunft eine deutlich niedrigere Gewinnschwelle ermöglichen. So geht Catalis davon aus, dass 2009 insgesamt 4,8 Mio. Euro an Kosten eingespart werden, die Personalkostenquote soll trotz des erwarteten Umsatzrückgangs sogar um vier Prozentpunkte auf 55 Prozent zurückgehen. Überdurchschnittliche Einschnitte sind auch bei den allgemeinen Verwaltungskosten durchgeführt worden, die im Gesamtjahr nach aktueller Planung um mehr als ein Viertel zurückgeführt werden sollen.

Neues Studio für High-End-Produktionen

Die Neuausrichtung der letzten Monate beschränkte sich allerdings keineswegs auf „defensive“ Maßnahmen wie Studioschließungen oder Kostensenkungen. Vielmehr bemühte sich die Gesellschaft gerade im Spieleentwicklungsbereich um die Schaffung von schlagkräftigen Strukturen, die spätestens nach dem Ende der Krise eine beschleunigte Expansion ermöglichen sollen. Als neueste Entwicklung wurde die Gründung eines Entwicklungsstudios für Videospiele in Tschechien bekannt gegeben, das unter dem Label Vatra Games mit derzeit 45 Mitarbeitern und einer hochkarätigen Führung High-End-Spiele produzieren soll. Als „Gründungskapital“ konnten zwei Aufträge eines führenden Publishers akquiriert werden, von denen der erste im Frühjahr 2011 mit der Markteinführung des Produkts abgeschlossen sein soll. Allein dafür wurde Unternehmensangaben zufolge ein Entwicklungsbudget im niedrigen zweistelligen Millionenbereich vereinbart.

Ausblick

Neue Prognose

Angesichts der unerwarteten Entwicklungen (Auftragseinbruch bei Testronic und gerichtliche Niederlage) hat der Catalis-Vorstand die bisherige Umsatz- und EBIT-Prognose reduziert. Statt mit Erlösen von 39 Mio. Euro rechnet Catalis nun mit Einnahmen von 35,7 Mio. Euro, wobei die Reduktion nahezu ausschließlich Testronic betrifft. Für Kuju geht das Management davon aus, dass die Projektverschiebungen des ersten Halbjahres in der zweiten Jahreshälfte tatsäch-

lich zur Realisation gelangen und erwartet deswegen einen Umsatz von 22,1 Mio. Euro (zuvor 22,8 Mio. Euro) sowie ein EBIT von 1,5 Mio. Euro. Mit dieser Marke würde das operative Spartenergebnis um knapp 80 Prozent über dem Vorjahreswert liegen, der seinerzeit durch die Aufwendungen eines stornierten Entwicklungsprojekts belastet worden war. Dank der getroffenen Maßnahmen will Catalis sowohl in den einzelnen Sparten als auch auf der Konzernebene trotz des Umsatzrückgangs profitabel bleiben, die EBIT-Erwartung wurde mit einer Million Euro angegeben. Der Gewinn pro Aktie soll 0,01 Euro betragen.

Modifizierte Modellannahmen

Auch wir reagieren auf die neuen Fakten mit einer Modifikation unserer Schätzung. Dies gilt insbesondere für den Gewinn 2009, für den wir bisher 1,8 Mio. Euro unterstellt haben und den wir nun in Anlehnung an die Unternehmensprognose auf 0,26 Mio. Euro absenken. Beim Umsatz lagen wir mit 38 Mio. Euro bereits unterhalb der Unternehmens-Guidance, mit dem neuen Wert von 36 Mio. Euro bleiben wir nun auf Linie des Vorstands. Die Wachstumsraten sowie die unterstellte Profitabilität für die Folgejahre belassen wir weitgehend unverändert, was in Kombination mit der reduzierten Ausgangsbasis absolut reduzierte Werte für Umsatz und Gewinn im Zeitablauf impliziert. Damit möchten wir insbesondere der gestiegenen Unsicherheit über das zeitliche und quantitative Muster der Erholung des DVD-Marktes gerecht werden. Auch wenn Vieles dafür spricht, dass der Großteil des Rückgangs bei Testronic konjunktureller Natur ist, werfen die Reife des DVD-Marktes und der sich immer wieder verzögernde breite Durchbruch des Nachfolgeformats auch Fragen bezüglich der künftig noch zu erwartenden strukturellen Dynamik des Segments auf. Auch wenn Catalis sich aktiv darum bemüht, mit weiteren Geschäftsbereichen und Dienstleistungen (zuletzt wurde beispielsweise eine Software zum Testen von Websites lanciert) die Abhängigkeit von der Qualitätssicherung im Filmbereich zu reduzieren, bleibt diese auf absehbare Zeit dennoch ein zentrales Standbein. Die dargestellten Annahmen führen zu dem in der folgenden Tabelle dargestellten Geschäftsverlauf von Catalis in den nächsten acht Jahren. Wie üblich blieben dabei mögliche Übernahmen, die bei dem Unternehmen eigentlich zum Geschäftskonzept dazugehören und die bereits in der Vergangenheit erfolgreich die Expansion beschleunigt haben, außen vor.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erlöse (Mio. Euro)	36,0	37,8	41,6	45,7	50,3	55,3	60,9	66,4
Erlöswachstum		5,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	9,0%
Nettorendite	0,7%	3,9%	4,6%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,4%
Gewinn (Mio. Euro)	0,26	1,48	1,93	2,22	2,56	2,93	3,26	3,59
Gewinnwachstum		467%	30,3%	15,3%	15,0%	14,7%	11,3%	10,0%

Fairer Wert 0,86 Euro je Aktie

Für den Zeitraum ab 2017 wurde eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent angenommen, woraus sich ein Unternehmenswert von 32,6 Mio. Euro er-

gibt. Dabei wurde ein Diskontierungssatz von 10,7 Prozent zugrunde gelegt, bestehend aus einem risikolosen Zins von 3,2 Prozent, einer langfristigen Risiko­prämie für Aktieninvestitionen von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,4. Je Aktie entspricht der ermittelte Wert einem Zielkurs von 0,86 Euro, gleichbedeu­ tend mit einem Aufwärtspotenzial von fast 200 Prozent.

Fazit

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mit der Vorlage der vorläufigen Zahlen für das zweite Quartal sowie der Be­ kanntgabe einer revidierten Jahresprognose hat Catalis der diesjährigen Achter­ bahnfahrt der Nachrichtenlage – und des Aktienkurses – ein weiteres Kapitel hinzugefügt. Nachdem die Aktionäre dank der ordentlichen Zahlen des ersten Quartals sowie der Vorlage des lange Zeit überfälligen Geschäftsberichtes für 2007 den Schock der Januar-Gewinnwarnung verdaut hatten, mussten sie nun erneut eine enttäuschende Meldung verarbeiten: Die Qualitätssicherungstochter Testronic kann sich der Schwäche des DVD-Marktes nicht entziehen und sieht sich in Teilbereichen mit schmerzhaften Auftragseinbrüchen konfrontiert. Dass die bisherigen Jahresprognosen vor diesem Hintergrund nicht mehr aufrechtzu­ erhalten sind, scheint nachvollziehbar. Allerdings hat das Unternehmen rasch und konsequent auf die Marktschwäche reagiert und seine Kosten sogar über­ proportional reduziert. Dadurch bleibt die Gesellschaft trotz der operativen Her­ ausforderungen und der belastenden Einmaleffekte (die Restrukturierungsauf­ wendungen und Prozesskosten eines verlorenen Gerichtsverfahrens) im laufen­ den Jahr profitabel, bei einer Erholung der Geschäftsaktivitäten und dem Aus­ bleiben weiterer negativer Überraschungen dürfte damit sogar die Basis für eine deutlich dynamischere Gewinnentwicklung ab 2010 gelegt worden sein. Vor diesem Hintergrund belassen wir unser Urteil auf „Kaufen“, unser Zielkurs lau­ tet nach der Modifikation der Schätzungen nun 0,86 Euro.

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>
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 Wertsteigerung 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)

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.