

## Catalis N.V.

### Stärken und Chancen

- *Weltmarktführer:* Catalis ist Weltmarktführer bei Testdienstleistungen für DVDs im Bereich Home-Entertainment. Die wachsende Zahl an Datenträgern mit zunehmend komplexeren Inhalten und die Einführung von neuen Dateiformaten werden auch in Zukunft zu einem überdurchschnittlichem Marktwachstum führen. Das Unternehmen verfügt über wichtige Alleinstellungsmerkmale und zählt drei der fünf weltweit größten Filmstudios zu seinen Kunden.
- *Hohe Ertragskraft und solide Finanzsituation:* Aufgrund der guten Marktpositionierung und des konsequenten Kostenmanagements weist Catalis eine hohe Ertragskraft auf und verfügt über eine große Innenfinanzierungskraft.
- *Schlüssige Expansionsstrategie:* Catalis will zum führenden Testdienstleistungsunternehmen für die Medienindustrie aufsteigen. In naher Zukunft werden die Testdienstleistungen auf verwandte Sparten ausgeweitet. Zudem sollen geeignete Akquisitionschancen genutzt werden.
- *Attraktive Bewertung:* Das faire Bewertungsniveau für den Unternehmenswert liegt nach unseren vorsichtigen Annahmen bei 1,63 Euro je Aktie. Das KGV 04 liegt bei 10,0 und verringert sich auf Basis 2005 auf 8,3. Damit ist das Unternehmen auf dem aktuellen Kursniveau deutlich unterbewertet.

### Schwächen und Risiken

- *Geringe Unternehmensgröße:* Mit einem geplanten Umsatz für 2004 von rund 5 Mio. Euro weist Catalis nur eine geringe Unternehmensgröße auf und ist von wenigen Großkunden abhängig.

## Kaufen (Ersteinschätzung)

**Aktueller Kurs** 1,00 Euro

### Stammdaten

ISIN	NL0000233625
Branche	Testdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Eindhoven, NL
Internet	www.catalisgroup.com
Ausstehende Aktien	14,3 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	25. Juli 2000
Emissionspreis / Erstnotiz	14,00 Euro / 14,00 Euro
Marktsegment	Prime Standard
Marktkapitalisierung	14,3 Mio. Euro
Free Float	60,0 % bzw. 8,58 Mio. Aktien

### Kursentwicklung



Quelle: Tai-Pan

52 Wochen Hoch / Tief	1,24 Euro / 0,47 Euro
Performance	29 % (52-Wochen)
Ø-Tagesvolumen	ca. 79.290 Stück
Ø-Umsatz/Tag	ca. 58 Tsd. Euro

### Kennzahlen

	03	04(e)	05(e)	06(e)
Umsatz (Mio. Euro)	4,4	5,0	6,0	7,2
EpS (Euro)	0,06	0,10	0,12	0,13
KGV	16,7	10,0	8,3	7,7
KUV	3,25	2,86	2,38	1,99

## Unternehmensprofil

### *Restrukturierung durch neues Management*

Das niederländische Unternehmen Catalis prüft in seinen Tochtergesellschaften im Auftrag von Firmen aus der Medien- und Unterhaltungsindustrie Datenträger wie DVDs und CDs auf Fehler und ihre Hardwarekompatibilität. Catalis hat seinen Sitz in Eindhoven (NL) und ging 2002 nach dem Einstieg des heutigen Managements aus dem früheren Unternehmen Aeco hervor. Die neue Unternehmensführung verfolgte eine konsequente Restrukturierung, im Zuge derer defizitäre Geschäftsbereiche aufgegeben wurden und eine Konzentration auf das Testdienstleistungsgeschäft und der Turn-around im 4. Quartal 2002 erfolgte. Heute ist Catalis Weltmarktführer bei Testdienstleistungen für optische Datenträger im Bereich Home-Entertainment.

### *Unternehmensführung auch Gesellschafter*

Catalis verfügt über mehrere Niederlassungen in Europa und den USA und beschäftigte Mitte 2004 48 festangestellte Mitarbeiter und je nach Saison bis zu 30 befristete Angestellte. Rund 40 Prozent der Aktien halten die Vorstände Michael Hasenstab, Robert Käß und Erich Hoffmann. Der Rest der Anteilscheine befindet sich im Streubesitz.

## Markt und Wettbewerb

### *Wachstumsstarker Markt vor Anbieter- konzentration*

Das Marktvolumen für DVD-Tests wird weltweit auf 80 Mio. Euro geschätzt. Dabei ist der Markt stark von Kleinstunternehmen geprägt. Neben Catalis existieren nur etwa fünf weitere nennenswerte Anbieter von Testdienstleistungen. Im Kerngeschäftsfeld von Catalis, dem DVD Home-Entertainment wird die wachsende Zahl an Datenträgern mit zunehmender Komplexität und die Einführung von neuen Dateiformaten auch in Zukunft zu einem starken Anstieg des Testaufkommens und damit zu überdurchschnittlichem Marktwachstum führen. In den letzten Jahren hat sich die Komplexität vervielfacht. Im nächsten Jahr kommt mit der High Definition DVD ein neuer Datenträger auf den Markt. Danach kommt von Sony mit Blu-ray ein weiterer DVD-Typ heraus. Positiv auf die Marktführer wirkt sich aus, dass die Hersteller der Datenträger auf einen zuverlässigen und kompetenten Partner angewiesen sind, um ihre Produkte rasch und fehlerfrei auf den Markt zu bringen. Mittelfristig ist mit einer Konzentration bei den Anbietern von Testdienstleistungen zu rechnen.

### *Weltmarktführer bei Testdienstleistungen*

Catalis stellt über seine Tochtergesellschaften den Weltmarktführer bei Testdienstleistungen für DVDs im Home-Entertainment. In Europa verfügt das Unternehmen über einen Marktanteil von 75 Prozent. In Großbritannien liegt dieser Wert sogar bei 95 Prozent. In den USA teilt sich Catalis mit einem Marktanteil von 40 Prozent die Marktführerschaft. Da Catalis als einziges Unternehmen der Branche Testlabors in den USA und Europa mit exakt gleichen Standards

unterhält, verfügt das Unternehmen über ein Alleinstellungsmerkmal. Dadurch erhöht Catalis seine Attraktivität für weltweit operierende Medienkonzerne. Die Niederlassungen in London und Los Angeles gewährleisten eine enge räumliche Nähe zu den wichtigsten Kunden. Catalis bietet neben kurzen Bearbeitungszeiten hohe Standards bei der Dokumentation sowie dem Reporting und deckt durch ein komplettes Testdienstleistungspaket die gesamte Wertschöpfungskette ab.

#### *Fünf von drei Majors zählen zu Kundenstamm*

Bereits heute zählt Catalis drei der fünf größten Filmstudios zu seinen Kunden. Im Juni dieses Jahres gelang es dem Unternehmen, einen dieser s. g. Majors vertraglich langfristig an sich zu binden. Dieser wird bis Ende 2005 alle anstehenden Testaufträge an Catalis vergeben. Das niederländische Unternehmen ist bestrebt, auch andere Großkunden mit ähnlichen Verträgen langfristig an sich zu binden. Insgesamt verfügt Catalis über 30 Kunden.

#### *Hohe Markteintrittsbarrieren*

Großkunden wie etwa die genannten Majors stellen hinsichtlich Qualitäts- und Sicherheitsanforderungen sehr hohe Standards. Damit sind die Markteintrittsbarrieren für neue Anbieter von Testdienstleistungen hoch.

## Strategie

#### *Führendes Testdienstleistungsunternehmen*

In den kommenden Jahren beabsichtigt Catalis, seine Testdienstleistungen auf weitere Bereiche auszudehnen und zum führenden Testdienstleistungsunternehmen für die Medienindustrie aufzusteigen. Catalis profitiert durch seine hohe Reputation auch bei seinen Wachstumsplänen in neue Zielmärkte, da die Kundengruppen sich teilweise überlappen.

#### *Eröffnung neuer Geschäftsbereiche*

Während sich das Unternehmen heute noch auf seinen Kengeschäftsbereich DVD Home-Entertainment konzentriert, sollen in Zukunft die Testdienstleistungen in verwandte Sparte ausgeweitet werden. Als weitere Geschäftsfelder sollen E-Learning, Prototype-Testing für DVD- und CD- Player und –Recorder, Mobile Devices und Computerspiele erschlossen werden. Dem Sektor Computerspiele werden für die kommenden Jahre starke Wachstumsraten prognostiziert. Eine weitere Geschäftssparte, in der Catalis bereits Fuß gefasst hat, ist die Kopierschutztechnologie für DVD und DVD-Audio. In den kommenden Jahren wird dieser Bereich wachsende Bedeutung erfahren. Catalis prüft den Kopierschutz aller CDs/DVD-Audios für den europäischen Markt und verfügt hier bis Ende 2005 über eine vertraglich festgelegte Exklusivität.

#### *Expansionsstrategie schlüssig*

Aufgrund der bestehenden technischen Infrastruktur und des vorhandenen technischen Know-hows verbunden mit einem eingeführten Markennamen und ähnlichen Kundengruppen scheint die Expansionsstrategie in die genannten

Bereiche schlüssig und vielversprechend. Aus den genannten Gründen wird Catalis von Skaleneffekten profitieren. Zur Strategie zählt jedoch nicht nur die Expansion in neue Sparten, sondern auch die Erschließung weiterer Regionen. In Lateinamerika hat Catalis vor einigen Monaten mit dem Gewinn einer Ausschreibung den Markteintritt vollzogen.

**Akquisitionen dürfen Ertragskraft nicht schmälern**

Die Unternehmensführung verfolgt nicht nur organische Wachstumsziele, sondern will Catalis auch durch Akquisitionen stärken. Allerdings soll sich das externe Wachstum auf ein Unternehmen je Geschäftsjahr beschränken. Zudem betont das Management, dass etwaige Unternehmenskäufe die Ertragsstärke von Catalis nicht nachhaltig belasten dürfen und unkompliziert integrierbar sein müssen.

**Geschäftsentwicklung**

**Restrukturierung erfolgreich abgeschlossen**

Nachdem Catalis im letzten Quartal 2002 den Turn-around vollzog, konnte in 2003 bei einem Umsatz von 4,4 Mio. Euro ein Gewinn von 0,8 Mio. Euro erwirtschaftet werden. Schon im ersten Jahr nach der Restrukturierung belief sich damit die Nettoumsatzrendite auf über 18 Prozent.

**Gewinn legt überproportional zu**

Im den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres erzielte Catalis bei einem Umsatz von 3,9 Mio. Euro einen Gewinn je Aktie von 0,09 Euro. Während sich damit der Umsatz gegenüber der Vergleichsperiode des Vorjahres um rund 11 Prozent verbesserte, legte der Gewinn deutlich überproportional um fast 180 Prozent zu. Stark stieg mit etwa 90 Prozent auch das Ergebnis vor Steuern mit 90 Prozent auf 1,3 Mio. Euro. Das EBITDA verbesserte sich um etwa 33 Prozent auf 1,2 Mio. Euro.

	<i>1.-3. Quartal 03</i>	<i>1.-3. Quartal 04</i>	<i>Veränderung</i>
Umsatz	3,5 Mio.	3,9 Mio.	+ 11%
EBIT	0,9 Mio.	1,2 Mio.	+ 33%
EBT	0,7 Mio.	1,3 Mio.	+ 90%
Gewinn je Aktie	0,05 Mio.	0,09 Mio.	+ 180%

*Kennzahlen im Neunmonatsvergleich (Euro)*

**Hohe Ertragskraft bei solider Finanzsituation**

Berücksichtigt man den Wegfall des Umsatzes aus dem mittlerweile aufgegebenen Geschäftsbereich Test Equipment in Höhe von 0,12 Mio. Euro in 2003, legte das Kerngeschäft noch deutlicher zu. Trotz des starken Wachstums konnte die Ertragsstärke von Catalis in 2004 aufgrund eines konsequenten Kostenmanagements und der führenden Marktpositionierung weiter verbessert werden. Die EBIT-Marge betrug nach 22,7 Prozent in 2003 im dritten Quartal 2004 über 40 Prozent. Aufgrund der großen Ertragsstärke verfügt Catalis in den kommenden

Jahren über ausreichend Innenfinanzierungskraft, um sowohl seine operativen als auch seine externen Expansionspläne ohne Kapitalmaßnahmen umzusetzen.

## Bewertung

### *Bewertung durch Ertragsdiskontierung*

Das faire Bewertungsniveau für Catalis ermitteln wir anhand eines Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Umsatzrendite und Kapitalkosten beruht. Wir verzichten auf die typischen zusätzlichen Parameter und Annahmen des Discounted-Free-Cashflow-Modells, da diese im vorliegenden Fall die Aussagekraft und Genauigkeit unserer Bewertungstaxe nicht verbessern würden. Bei unserer Bewertung stellen wir dem Szenario 1 mit realistischen Annahmen zur Geschäftsentwicklung von Catalis ein Szenario 2 mit rein theoretischen Annahmen gegenüber, um die Unterbewertung des Unternehmens besser zu verdeutlichen.

### *Diskontierungszins nach CAPM 10,71%*

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem CAPM-Verfahren (Capital Asset Pricing Model). Dazu legen wir einen risikolosen Zinssatz von 4,01 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere), eine Risikoprämie für Aktieninvestitionen von 5,5 Prozent (Empfehlung des Arbeitskreises „Finanzierung“ der Schmalenbachgesellschaft) und einen intuitiv bestimmten Beta-Faktor von 1,2 zugrunde. Ein Beta-Faktor von 1,2 bedeutet, dass die Schwankung des untersuchten Wertpapiers etwas höher ist als die des zugrundegelegten Marktportfolios. Die Ermittlung des Beta-Faktors auf Basis einer Regressionsanalyse zwischen der Aktie von Catalis und dem das Marktportfolio repräsentierenden MSCI-World-Index ist mittelfristig nicht aussagekräftig, da die Catalis-Aktie aufgrund geringer Liquidität eine hohe Volatilität und somit eine geringe Korrelation zum Gesamtmarkt aufweist. Auf Basis der obigen Annahmen erhalten wir einen Eigenkapitalkostensatz von 10,71 Prozent. Das „ewige Wachstum“ setzen wir mit 3 Prozent an. Die Aktienanzahl heben wir schrittweise aufgrund des Aktienoptionsprogramms entsprechend an.

### *Vorsichtige Annahmen zur Geschäftsentwicklung*

Die Unternehmensführung geht für das laufende Geschäftsjahr von einem Umsatz von 4,6 bis 5,0 Mio. Euro aus und erwartet einen Gewinn je Aktie von 0,09 bis 0,10 Euro. Aufgrund der guten Neunmonatsergebnisse halten wir ein Übertreffen der Prognosen für wahrscheinlich, orientieren uns jedoch bei der Ermittlung des fairen Wertes an den Zielen des Unternehmens und rechnen für 2004 mit einem Umsatz von 5,0 Mio. Euro bei einem Gewinn je Aktie von 0,10 Euro. Während wir für das nächste Geschäftsjahr aufgrund der sehr guten Marktpositionierung und der vielversprechenden Expansionsstrategie ein Umsatzwachstum von 20 Prozent erwarten, senken wir dieses in den folgenden Jahren schrittweise auf 10 Prozent in 2008. Die Umsatzrendite senken wir sukzessive auf 18 Prozent.

**Szenario 1:  
Realistische  
Annahmen zur  
Geschäftsentwicklung**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ewige Rente
Umsatz (in Mio. Euro)	5,0	6,0	7,2	8,6	9,9	11,4	13,1	14,4	
Nettorendite (in Prozent)	36,0	30,0	26,0	23,0	22,0	21,0	20,0	18,0	
Gewinn (in Mio. Euro)	1,4	1,8	1,9	2,0	2,2	2,4	2,6	2,6	
<b>Gewinn je Aktie (in Euro)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,15</b>	<b>0,16</b>	<b>0,16</b>	<b>34,63</b>

Szenario 1: Ertragswert von Catalis: 23,3 Mio. Euro bzw. 1,63 Euro je Aktie

**Ertragswert von 1,63 Euro**

Auf Basis der vorsichtigen Annahmen zur Unternehmensentwicklung der kommenden Jahre ergibt sich für Catalis ein Unternehmenswert von 23,3 Mio. Euro bzw. 1,63 Euro je Aktie. Das ist deutlich oberhalb des aktuellen Börsenwertes von 1,00 Euro je Anteilsschein. Auch die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf Basis unserer Prognosen bestätigen die günstige Bewertung für einen Wachstumswert. Das KGV 04 liegt bei 10,0 und verringert sich auf 8,3 für 2005. Bei einer anhaltend ertragsstarken Geschäftsentwicklung überlegt die Unternehmensführung in den kommenden Jahren einen Teil der Gewinne auszuschütten.

**Theoretische  
Annahmen mit  
konstantem Gewinn**

Diesem Szenario zu einem realistischen Verlauf der Unternehmensentwicklung stellen wir ein theoretisches Modell zur Seite. In Szenario 2 stützen wir uns beim Diskontierungszinssatz, der ewigen Rente sowie der Umsatzwachstumsraten auf die Parameter von Szenario 1, unterstellen jedoch einen konstanten Gewinn auf Basis des Jahres 2004 von 1,4 Mio. Euro und senken die Umsatzrendite daher über die Jahre entsprechend ab.

**Szenario 2:  
Theoretisches Modell**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ewige Rente
Umsatz (in Mio. Euro)	5,0	6,0	7,2	8,6	9,9	11,4	13,1	14,4	
Nettorendite (in Prozent)	36,0	23,8	19,9	16,6	14,4	12,5	10,9	9,7	
Gewinn (in Mio. Euro)	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
<b>Gewinn je Aktie (in Euro)</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	<b>0,09</b>	<b>0,09</b>	<b>0,08</b>	<b>0,08</b>	<b>19,10</b>

Szenario 2: Ertragswert von Catalis: 14,4 Mio. Euro bzw. 1,01 Euro je Aktie

**Unterbewertung  
bestätigt**

Aus Szenario 2 geht klar hervor, dass das aktuelle Kursniveau von 1,00 Euro je Aktie nur bei gleichbleibenden Gewinnen auf dem Niveau des Jahres 2004 etwa dem entsprechenden Ertragswert in Höhe von 1,01 Euro je Aktie entspricht. Nur im rein theoretischen Fall, dass sich steigende Umsätze nicht auf die Gewinnsituation auswirken sollten, ist Catalis auf dem aktuellen Kursniveau fair bewertet.

**Unser Urteil: Kaufen**

Catalis ist am wachstumsstarken Markt für Testdienstleistungen für optische Datenträger sehr gut positioniert und verfügt über wichtige Alleinstellungsmerkmale. Das Unternehmen verfügt aufgrund seiner Expansionsstrategie und hohen Ertragskraft über intakte Wachstumsperspektiven. Vor dem Hintergrund der äußerst günstigen Bewertung empfehlen wir die Aktie von Catalis zum Kauf.

## Haftungsausschluss

Die in diesem Dokument publizierten Angaben begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen. Weder die Autoren noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Studie stehen. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten. Alle ausländischen Kapitalmarktregelungen, die die Erstellung, den Inhalt und Vertrieb von Research betreffen, sind anzuwenden und müssen vom Lieferanten wie vom Empfänger in jeder Hinsicht beachtet werden. Die Performaxx Research GmbH und/oder ihre unmittelbaren oder mittelbaren Tochter- oder Beteiligungsunternehmen, Aktionäre, Führungskräfte und/oder ihre festen oder freien Mitarbeiter können eine Long- oder Shortposition in dem beschriebenen Wertpapier und/oder Optionen, Futures und andere Derivate, die auf diesem Wertpapier basieren oder andere Investments, die sich auf in diesem Bericht veröffentlichte Ergebnisse beziehen, halten oder künftig erwerben.

## 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. Unser Leistungskatalog umfasst Pre-IPO-Research, IPO-Research, Follow-up-Research sowie Markt-Research.

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

Performaxx Research GmbH  
Balanstr. 16  
81669 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](mailto:kontakt@performaxx.de)