

Catalis N.V.

Zusammenfassung

- **Starkes Wachstum:** Wie gewohnt hat Catalis auch 2006 sowohl die Erlöse als auch den Gewinn deutlich gesteigert. Bei einem Umsatz von 11,1 Mio. Euro wurde ein Vorsteuerergebnis von 3,0 Mio. Euro erwirtschaftet, was einer – erneut verbesserten – EBT-Marge von 27 Prozent entspricht.
- **Intakte Perspektiven:** Mehrere wichtige Entwicklungen sorgen für weiterhin glänzende Aussichten im Kerngeschäft der Niederländer. Insbesondere die zunehmende Komplexität digitaler Medienprodukte wie Software oder Spiele sorgt für erhöhten Testbedarf.
- **Bedeutende Akquisition:** Im Februar wurde der englische Spieleentwickler Kuju plc. vollständig erworben. Damit schafft sich Catalis ein großes zweites Standbein in einem besonders aussichtsreichen Segment der Unterhaltungsindustrie.
- **Kurs mit hohem Potenzial:** Die Einbeziehung der jüngsten Akquisition hat sich in unserem Modell in einem auf 2,47 Euro erhöhten fairen Wert niedergeschlagen. Die Aktie verfügt demnach über ein Kurspotenzial von 90 Prozent.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 1,30 Euro

ISIN	NL0000233625
Branche	Testdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Eindhoven
Internet	www.catalisgroup.com
Ausstehende Aktien*	26,89 Mio. Stück
Datum der Erstnotiz	Juli 2000
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung*	35,0 Mio. Euro
Free Float	ca. 69,6 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	1,51 Euro / 0,93 Euro
Performance (12 Monate)	-2,9 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 84 Tsd. Euro / Tag

	2005	2006	2007e	2008e
Umsatz (Mio. Euro)	7,9	11,1	32,0	38,4
Umsatzwachstum		40,5%	188,3%	20,0%
EpS (Euro)*	0,07	0,11	0,18	0,21
Gewinnwachstum		50,3%	65,3%	20,6%
Dividende je Aktie	-	-	-	-
KGV	18,4	12,3	7,4	6,2
KUV	4,43	3,15	1,09	0,91
Dividendenrendite	-	-	-	-

* voll verwässert, inkl. der Wandelanleihe

Jüngste Geschäftsentwicklung

Starkes Schlussquartal

Nach den vorläufigen Geschäftszahlen für 2006 hat Catalis den Umsatz im Vorjahresvergleich um über 40 Prozent auf 11,1 Mio. Euro gesteigert. Damit hat der Marktführer für Qualitätssicherungsdienstleistungen in der (digitalen) Medienindustrie unsere Erwartung vom letzten Oktober (10,8 Mio. Euro) leicht übertroffen. Das Vorsteuerergebnis konnte sogar noch stärker, um genau 50 Prozent, erhöht werden und erreichte 3 Mio. Euro. Nach Abzug der Ertragssteuern – die wir aufgrund der bestehenden Verlustvorträge konzernweit auf höchstens 5 Prozent taxieren – dürfte der Nettoüberschuss bei rund 2,85 Mio. Euro liegen. Dadurch konnte die Gruppe ihre Profitabilität weiter erhöhen und die Vorsteuer- bzw. Nettomarge auf 27 Prozent resp. 25,7 Prozent ausbauen.

(Mio. Euro)	Geschäftsjahr 2005	Geschäftsjahr 2006	Änderung
Umsatz	7,90	11,10	40,1%
EBT	2,00	3,00	50,0%
Jahresüberschuss	1,90	2,85*	50,0%
EBT-Marge	25,3%	27,0%	
Nettomarge	24,1%	25,7%*	

Geschäftsentwicklung von Catalis; Quelle: Catalis; * eigene Schätzung

Einstieg in Spielentwicklung vollzogen

Mit der Übernahme des englischen Videospiele-Entwicklers Kuju plc. ist Catalis zudem – viel früher als von uns erwartet – ein wichtiger Diversifikationsschritt gelungen. Das in Surrey südlich von London angesiedelte Unternehmen wurde für umgerechnet 6,5 Mio. Euro vollständig übernommen und in Folge der Transaktion Ende März vom Kurszettel des Londoner AIM-Marktes zurückgezogen. Die Gesellschaft unterhält insgesamt fünf Entwicklungsstudios im Königreich und betätigt sich hauptsächlich als Auftragsentwickler für Konsolenspiele. Während der inzwischen über 15-jährigen Tätigkeit haben die Studios bereits über 32 Spiele produziert und sich damit einen guten Ruf erarbeitet. Zu den populärsten Titeln zählen die Karaoke-Reihe SingStar oder die Quiz-Serie Buzz, die beide für die Playstation erstellt worden sind. Aber auch Actionspiele wie Dark Messiah of Might and Magic oder Kriegsspiele wie Call of Duty (hierfür wurde von Kuju das Multiplayer-Modul programmiert) gehören zum Programm. Insgesamt deckt die Gesellschaft das komplette Spektrum aller Genres ab.

Turn-around bei Kuju vollzogen

Im letzten Geschäftsjahr (Ende März 2006) hat die neue Catalis-Tochter einen Umsatz von 9,3 Mio. GBP (nach 7,7 Mio. GBP im Vorjahr) erwirtschaftet – bei einem Verlust von 1,1 Mio. GBP. Ursächlich für das Defizit waren vor allem die Insolvenz eines Kunden sowie Verzögerungen und Kostenüberschreitungen bei der Entwicklung der Eigenproduktion „Rail Simulator“. Um die hieraus resultierenden Belastungen zu reduzieren, wurde die Entwicklung unmittelbar nach der

Akquisition an einen Spielefonds transferiert, der im Gegenzug Kuju mit der Fertigstellung des Projekts beauftragt hat. Gleichzeitig wurde zum Ende des Rumpfgeschäftsjahres 2006 (zwecks Angleichung an Catalis) eine Rückstellung in Höhe der maximal noch denkbaren Kosten gebildet, so dass bilanziell keine weiteren Risiken aus dem Projekt zu erwarten sind. Bei Fertigstellung und erfolgreicher Markteinführung wird Kuju hingegen, nach Überschreiten eines Mindestumsatzziels, mit 50 Prozent an den Erlösen beteiligt. Befreit von dieser Last arbeitet die Gesellschaft nach Managementangaben seit Jahresanfang profitabel.

Ausblick

Kerngeschäft weiterhin aussichtsreich

Nach dem erfreulichen Wachstum im letzten Jahr ist auch für die Zukunft mit einer weiterhin positiven Entwicklung bei Catalis zu rechnen. Dank der einzigartigen Positionierung als führender Anbieter von Qualitätssicherungsdienstleistungen bei Filmen, Musik, Software und Spielen profitiert die Gesellschaft von mehreren ungebrochenen Trends, die für einen kräftig steigenden Bedarf an schnellen und zuverlässigen Qualitätskontrollen sorgen sollten. Dazu zählt zunächst weiterhin der weltweite Siegeszug der Film-DVD, der gerade bei abflachenden Zuwächsen im Massenmarkt durch Ausdifferenzierung des Angebotes für eine überproportionale Zunahme der zu testenden Veröffentlichungen sorgt. Aber auch die kommende Etablierung der DVD-Nachfolgeformate und sogar deren Wettstreit dürften für volle Auftragsbücher bei Catalis sorgen. Da zudem die meisten digitalen Medienprodukte mit jeder Neuauflage immer komplexer und damit auch immer fehleranfälliger werden (Bsp. Spiele), erwächst auch hieraus weiteres Geschäftspotenzial für Qualitätssicherungsspezialisten. Insofern erscheinen die vom Unternehmen kommunizierten erwarteten Marktwachstumsraten von bis zu 50 Prozent p.a. durchaus realistisch.

Akquisition erfordert Modellanpassungen

Da diese Perspektiven bereits in unserer bisherigen Einschätzung zu Catalis enthalten waren, ergibt sich hieraus kein Anpassungsbedarf für unsere Schätzungen. Diese müssen wir aber modifizieren, um den überraschend schnell vollzogenen Einstieg in den Markt für Spieleentwicklung auch quantitativ nachzuvollziehen. Dieser bedingt nicht nur eine wesentlich größere Umsatzdimension der gesamten Gruppe, sondern auch Änderungen bezüglich der Risikostruktur sowie der zu erwartenden Profitabilitätskennzahlen.

Umsatzverdopplung

Das Unternehmen selbst hat seine Umsatzerwartung für das laufende Jahr jüngst mit 30 Mio. Euro beziffert, was gegenüber unserer bisherigen Schätzung (14,4 Mio. Euro) einer Verdopplung gleichkommt. Angesichts des durch Kuju in den ersten sechs Monaten des letzten Rumpfgeschäftsjahrs erreichten Umsatzes (umgerechnet rund 9,8 Mio. Euro) erscheint diese Größenordnung nicht unrea-

listisch, zumal die Neuerwerbung in den vergangenen Monaten mehrere neue Projektabschlüsse gemeldet hat, die für weiter steigende Volumina sorgen dürften. Allerdings wird der kombinierte Konzern auf dieser Basis sicherlich nicht mehr die Wachstumsraten erreichen können, die wir zuvor Catalis zugetraut haben. Um bewusst einen vorsichtigen Ansatz zu wählen, gehen wir für 2008 deshalb lediglich von einem 20-prozentigen Zuwachs aus, den wir anschließend langsam bis auf 10 Prozent p.a. abschmelzen lassen.

Anpassung der Nettomarge

Ebenso halten wir die bislang von Catalis erwirtschafteten Margen in der aggregierten Betrachtung nicht mehr für aufrechtzuerhalten und schätzen das Vorsteuerergebnis für 2007 auf ca. 5 Mio. Euro – gleichbedeutend mit einer EBT-Marge von 15,5 Prozent. Durch Hebung von Synergien sowie durch eine deutliche Verbesserung der operativen Performance bei Kuju sollte sich dieser Wert in den nächsten Jahren allerdings deutlich steigern lassen. Erst ab 2010 unterstellen wir vorsichtsbedingt wieder einen sukzessiven Margenrückgang. Dadurch, sowie durch das Auslaufen der derzeit noch vorhandenen Verlustvorräte sehen wir die Nettomarge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums bei 9,0 Prozent, was die unterste Grenze des Erreichbaren darstellen dürfte. In Summe stellt sich der von uns unterstellte Geschäftsverlauf wie folgt dar:

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Nettoerträge (Mio. EUR)	32,0	38,4	45,3	52,6	59,9	67,1	73,8	81,2
Wachstum		20%	18%	16%	14%	12%	10%	10%
Nettorendite	14,7%	14,8%	12,8%	12,0%	11,3%	10,5%	9,8%	9,0%
Gewinn (Mio. EUR)	4,71	5,68	5,78	6,31	6,74	7,05	7,20	7,31
Gewinnwachstum		21%	2%	9%	7%	5%	2%	2%

Fairer Wert 2,47 Euro je Aktie

Als weitere Änderungen reduzieren wir das für den Zeitraum ab 2015 unterstellte „ewige“ Ertragswachstum auf 2,5 Prozent p.a. und erhöhen den Betafaktor auf 1,4. Mit der letztgenannten Modifikation tragen wir der Tatsache Rechnung, dass Catalis sich mit der Übernahme von Kuju in ein stärker von Erfolg einzelner Spiele abhängiges und damit grundsätzlich schwankungsanfälligeres Geschäft begibt. Daraus resultieren ein Diskontierungszinssatz von 11,7 Prozent (risikoloser Zins der deutschen Staatsanleihen von 4,25 Prozent, Risikozuschlag für Aktienanlagen von 5,3 Prozentpunkten) und ein neuer Ertragswert von Catalis von 66,43 Mio. Euro. Auf voll verwässerter Basis entspricht das einem fairen Wert von 2,47 Euro je Aktie.

Unser Anlageurteil: „Kaufen“

Mit der Übernahme des englischen Spieleentwicklers Kuju stößt Catalis in eine neue Umsatzdimension vor und erreicht einen wichtigen Diversifikationseffekt, der die Einnahmenbasis auf einen Schlag verdoppelt. Sollte es dem Catalis-Management gelingen, die neue Tochter schnell wieder auf Kurs zu bringen, birgt die Kombination der Gesellschaften beträchtliche Potenziale. Dies umso

mehr, als vergleichbare Spieleentwickler derzeit am Markt mit deutlich höheren Multiples bezahlt werden. Vor diesem Hintergrund dürfte schon die bei der nachhaltigen operativen Genesung Kujus fällige Angleichung der Bewertungsmaßstäbe der Catalis-Aktie einen kräftigen Schub verleihen. Doch auch ohne den direkten Fremdvergleich resultiert aus der Akquisition ein erhebliches zusätzliches Aufwärtspotenzial für die Aktie. So signalisiert unser betont konservativ angelegtes Bewertungsmodell einen erhöhten fairen Unternehmenswert, der rund 90 Prozent über der aktuellen Marktkapitalisierung liegt. Wir betrachten das Papier daher weiterhin als ein ausgesprochen attraktives Investment und bestätigen unser bisheriges Kaufurteil.

Über Performaxx

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

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

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

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

Performaxx Research GmbH
Innere Wiener Strasse 5b
81667 München

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

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

Disclaimer

Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse ist ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Sie 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.**

Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

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

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

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Veröffentlichung	Anlageurteil
23.10.2006	1,15 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 von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.