

Catalis SE

Zusammenfassung

- **Turnaround sichtbar:** Auf Basis positiver Signale aus den Sommermonaten stellt das Management für das zweite Halbjahr die klare Rückkehr in die Gewinnzone sowohl für die einzelnen Geschäftsbereiche wie auch für den Gesamtkonzern in Aussicht.
- **Zweites Quartal enttäuschend:** Demgegenüber waren die Ergebnisse der Dreimonatsperiode von April bis Juni noch deutlich unter unseren Erwartungen. Demnach brach der Konzernumsatz um fast 33 Prozent ein, das Ergebnis rutschte mit -1,5 Mio. Euro deutlich in den negativen Bereich ab.
- **Kuju leidet besonders:** Während sich das bei Testronic angesiedelte Qualitätssicherungsgeschäft trotz der anhaltenden Schwäche des DVD-Marktes mit einem Umsatzrückgang von 6,9 Prozent noch vergleichsweise stabil zeigte, musste der Videospieleentwickler Kuju bedingt durch neuerliche Auftragsstornierungen einen drastischen Umsatzeinbruch um 46 Prozent verkraften.
- **Neuer Geschäftsbereich etabliert:** In Reaktion auf die Schwäche des bisherigen Geschäftskonzepts hat Catalis den strategischen Vorstoß in Richtung des Onlinevertriebs eigener Spiele weiter forciert und diese Aktivitäten unter dem Namen Doublesix als neues Geschäftssegment etabliert.

Spekulatives Investment (zuvor: Spek. kaufen)

Kursziel **0,44 Euro**
Aktueller Kurs **0,149 Euro (Xetra)**



Kurshistorie	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,158	0,189	0,34
Tief (Euro)	0,126	0,126	0,126
Performance	0,0%	-19,4%	-45,8%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	2.898	6.343	9.774

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	5,6 Mio. Euro
Free Float	75,3 %
Rechnungslegung	IFRS

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2008	2009	2010e	2011e		
Umsatz (Mio. Euro)	38,1	32,0	26,0	29,9	CAGR Umsatz 08-11 (e)	-7,8%
Umsatzwachstum	10,1%	-16,0%	-18,8%	15,0%	CAGR EBIT 08-11 (e)	-19,7%
EBIT (Mio. Euro)	2,9	-1,5	-1,9	1,5	CAGR EpS 08-11 (e)	-19,3%
EBIT-Marge	7,6%	-4,7%	-7,3%	5,0%		
EpS	0,05	-0,01	-0,06	0,03	Enterprise Value (Mio. Euro)	13,1
Dividende je Aktie	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	12,0
KUV	0,15	0,18	0,22	0,19	EV / Umsatz 10 (e)	0,5
KGV	2,7	-	-	5,2	EV / EBIT 10 (e)	-
Dividendenrendite	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,5

Jüngste Geschäftsentwicklung

Zweites Quartal unter den Erwartungen

Nachdem bereits die Zahlen zum ersten Quartal enttäuschend ausgefallen waren und eine Überarbeitung unserer Schätzungen erforderlich machten, haben sich die zugrundeliegenden Trends auch zwischen April und Juni in teilweise verstärkter Intensität fortgesetzt. Dementsprechend musste Catalis auch von April bis Juni einen Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr hinnehmen, das Ergebnis rutschte aufgrund dessen deutlich in den roten Bereich. In Summe der ersten sechs Monate liegen die Erlöse nun mit 12 Mio. Euro um knapp 30 Prozent unter dem Referenzwert aus 2009, der Periodenverlust beläuft sich auf -2,6 Mio. Euro. Infolgedessen blieb auch die Cashflow-Entwicklung unterhalb unserer Schätzungen, insgesamt verbrauchte der Outsourcing-Dienstleister im ersten Halbjahr 1,5 Mio. Euro an liquiden Mitteln, so dass der Netto-Cashbestand auf -1,5 Mio. Euro abrutschte.

Mio. Euro	Q2 2009	Q2 2010		HJ 2009	HJ 2010	
Umsatz						
- Testronic	2,9	2,7	-6,9%	6,5	5,5	-15,4%
- Kuju	5,4	2,9	-46,3%	10,6	6,5	-38,7%
- Konzern	8,3	5,6	-32,8%	17,1	12,0	-29,7%
EBIT						
- Testronic	0,0	-0,2	-	-0,4	-0,2	-
- Kuju	0,1	-1,0	-	0,3	-1,7	-
- Konzern*	-1,0	-1,4	-	-0,7	-2,4	-
Periodenergebnis	-1,0	-1,5	-	-0,8	-2,6	-

Umsatz- und Gewinnentwicklung von Catalis; *inkl. der Holdingkosten; Quelle: Unternehmensangaben

Kuju weiterhin schwach

Besonders ausgeprägt war die Schwächephase bei der Spieleentwicklungstochter Kuju, die weiterhin von der ausgeprägten Zurückhaltung der großen Videospieleverlage bei der Auftragsvergabe belastet wird. Da erneut ein großer Entwicklungsauftrag, der zuvor für das zweite Quartal budgetiert worden war, vom Kunden kurzfristig abgesagt wurde, sah sich das Unternehmen mit unterplanmäßigen Erlösen und ungenutzten Kapazitäten konfrontiert. Infolgedessen lag der Bereichsumsatz mit 2,9 Mio. Euro um 46,3 Prozent unter dem Stand aus dem zweiten Quartal 2009. In Reaktion darauf wurden weitere organisatorische und personelle Maßnahmen getroffen, allein die Teamstärke wurde gegenüber dem Jahresanfang um 35 Prozent auf 184 Personen reduziert. Da dies kurzfristig mit zusätzlichen Kosten verbunden ist, lag das Segment-EBIT im zweiten Quartal bei -1 Mio. Euro, in Summe der ersten sechs Monate steuerte Kuju -1,7 Mio. Euro zum Konzernfehlbetrag von -2,6 Mio. Euro bei.

Neuer Geschäftsbereich etabliert

In Reaktion auf die immer offensichtlicher zu Tage tretenden Schwächen des bisherigen Kuju-Geschäftskonzepts (insb. die ausgeprägte Abhängigkeit von

wenigen Großkunden und deren Veröffentlichungsentscheidungen) hat Catalis den bereits in unserem letzten Update vorgestellten strategische Schwenk weiter vorangetrieben. Dementsprechend wird das neue Geschäft rund um selbstveröffentlichte Downloadspiele, das schon bisher erfolgreich durch das britische Studio Doublesix verantwortet wurde, nun als ein separater Geschäftsbereich neben der Spieleentwicklung und dem Qualitätssicherungsgeschäft aufgestellt. Damit will die Gesellschaft von dem prognostizierten überdurchschnittlichen Wachstum dieses Marktsegments profitieren und die eigenen Stärken margenträchtiger nutzen. Nachdem Doublesix bereits im März 2009 mit *Burn Zombie Burn* ein erfolgreiches erstes Spiel dieser Art (damals konzipiert für die Sony Online-Plattform PlayStation Network) publiziert hatte, befinden sich nach Unternehmensangaben derzeit mehrere Titel mit teilweise bekannten Figuren und Namen in der Entwicklung.

Ausblick

Stabilisierung im zweiten Halbjahr

Aber auch in den bisherigen Kerngeschäftsbereichen stellt Catalis eine Stabilisierung und Normalisierung der Geschäftssituation in Aussicht, nicht zuletzt aufgrund der in der Branche üblichen Saisonalität. Insbesondere beim Testen von Spiele-Software und Hardware rechnet das Management mit Zuwächsen. Auch bedeutet der von dem tschechischen Studio Vatra akquirierter Auftrag zur Produktion der Fortsetzung des Horror-Spiel-Klassikers *Silent Hill* nicht nur ein zweistelliges Millionenumsatzvolumen, sondern auch eine klare Bestätigung der von den Kuju-Studios gelieferten Qualität, die dem Unternehmen auch in einem schwierigen Marktumfeld einen Wettbewerbsvorteil bieten sollte. Ähnliche Signalwirkung dürfte der Verkaufserfolg des von dem Londoner Studio Headstrong produzierten Nintendo Mal- und Zeichenspiels *Art Academy* entfalten, das seit dem Vertriebsstart in Japan und Europa bis Ende August rund 220 Tsd. Mal verkauft worden ist. Da gleichzeitig durch die jüngsten Einschnitte die Kosten erneut deutlich reduziert und die Gewinnschwelle damit noch stärker abgesenkt worden ist, dürfte die für das zweite Halbjahr absehbare Belegung, die sich u.a. bei Kuju in Form von vier weiteren Abschlüssen allein in den letzten sechs Wochen immer stärker abzeichnet, mit einer kräftigen Ergebnisverbesserung einhergehen. Dementsprechend stellt das Management für die Monate Juli bis Dezember einen deutlichen Periodengewinn in Aussicht, und zwar sowohl auf Konzernebene als auch im Bezug auf die einzelnen Tochtergesellschaften und hier insbesondere Kuju.

Schätzungen reduziert

Gerade den letztgenannten Aspekt halten wir für sehr wichtig. Denn durch die anhaltenden Verluste und den damit verbundenen Verbrauch von liquiden Mitteln hat sich die Spieleentwicklungstochter in den letzten drei Jahren zu einer erheblichen Belastung für den Gesamtkonzern entwickelt. Da zudem der bilan-

zielle Goodwill (hauptsächlich auf Kuju) inzwischen sogar über dem Konzerneigenkapital liegt, besteht die Gefahr, dass weitere Enttäuschungen durch den Spieleentwickler und dadurch bedingte Wertkorrekturen eine Rekapitalisierung des Konzerns unumgänglich machen würden. Diesen erhöhten Risiken stehen allerdings weiterhin hohe Potenziale gegenüber, die aus dem einzigartigen Konzept resultieren, das mit der neuen Strategie noch einmal sinnvoll erweitert wird. Trotzdem scheint kurzfristig eine vorsichtigerere Einschätzung angebracht, weswegen wir unsere Umsatz- und Gewinnerwartungen reduzieren. Insbesondere für das laufende Jahr unterstellen wir angesichts der Zahlen zu den ersten sechs Monaten nun Werte, die deutlich unterhalb der bisherigen Ansätze liegen. So erwarten wir nun einen Jahresumsatz von nur noch 26 Mio. Euro und einen Jahresfehlbetrag von -2,1 Mio. Euro. In Summe unterstellen wir für die kommenden acht Jahre einen modellhaften Geschäftsverlauf, wie er sich in der folgenden Tabelle darstellt:

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Erlöse (Mio. Euro)	26,0	29,9	34,4	37,8	40,8	44,1	47,6	51,5
Erlöswachstum		15,0%	15,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nettorendite	-8,1%	3,7%	5,0%	5,4%	5,2%	5,1%	4,7%	4,2%
Gewinn (Mio. Euro)	-2,10	1,09	1,72	2,04	2,14	2,24	2,22	2,17
Gewinnwachstum			57,8%	18,1%	5,2%	4,8%	-1,2%	-2,0%

Fairer Wert 0,44 Euro je Aktie

Die hieraus resultierende Gewinnreihe wurde mit einem Zinssatz von 11,5 Prozent abdiskontiert, den wir anhand eines risikolosen Zinssatzes von 2,5 Prozent (gemittelte Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen), einer Marktrisikoprämie von 5,3 Prozent und einem Betafaktor von 1,7 ermittelt haben. Für den Zeitraum ab 2018 wurde zudem unverändert eine „ewige“ Ertragswachstumsrate von 2 Prozent angenommen. Zusammengenommen führt unsere Kalkulation zu einem Unternehmenswert von 16,8 Mio. Euro bzw. 0,44 Euro je Aktie. Somit sehen wir auf Basis unserer Grundannahme, dass der Gesellschaft der angestrebte Turnaround gelingt, für die Aktie ein Aufwärtspotenzial von rund 190 Prozent.

Fazit

Neues Anlageurteil: „Spekulatives Investment“

Die Zahlen zum zweiten Quartal haben deutlich offenbart, wie stark Catalis von der Krise seiner beiden wichtigsten Zielmärkte, DVD-Testen und Videospieldentwicklung, durchgeschüttelt wird. Da in beiden Fällen grundlegende Strukturveränderungen zu beobachten sind, handelt es sich dabei um Herausforderungen, auf die dauerhafte Antworten gefunden werden müssen. Mit dem Einstieg in neue Bereiche der Qualitätssicherung wie Softwaretesten oder Hardwarezertifizierung hat Catalis bereits in der Vergangenheit begonnen, darauf zu reagieren.

Und mit der Etablierung des neuen Geschäftsbereiches Doublesix diesen Kurs auch im Bereich der Spieleentwicklung nun fortgesetzt. Trotz einiger Anfangserfolge reichen diese Bemühungen bislang jedoch noch nicht aus, um die Kontraktion der anderen Bereiche zu kompensieren. Insbesondere die Auftragsproduktion von Videospielen leidet trotz des unstrittigen Renommées der Kuju-Studios nach wie vor unter der Zurückhaltung der großen Spieleverlage und ist damit in erster Linie verantwortlich für die anhaltenden Verluste. Da dadurch inzwischen sowohl die bilanziellen Reserven als auch die Liquiditätsausstattung kräftig zusammengeschmolzen sind, hat sich das Chance-Risiko-Profil weiter verschlechtert. Wir gehen zwar nach wie vor davon aus, dass es dem Management gelingt, das Unternehmen wieder auf Kurs zu bringen und die Prognose, bereits im zweiten Halbjahr sowohl auf der Ebene der einzelnen Geschäftsbereiche als auch mit dem Gesamtkonzern zurück in die Gewinnzone vorstoßen zu wollen, bekräftigt diese Überzeugung. Auf dieser Basis sehen wir auch einen fairen Wert, der rund 190 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Doch sollte die Krise – wider Erwarten – weiter anhalten, sind die Risiken angesichts der inzwischen deutlich zusammengeschmolzenen bilanziellen Puffer wie auch der Liquiditätsreserven nicht unbeträchtlich. Aus dieser Überlegung heraus vergeben wir das Urteil „Spekulatives Investment“ mit dem Zielkurs von 0,44 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>
26.05.2010	0,20 Euro	Spekulativ Kaufen
07.12.2009	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), 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 Taipan (www.lp-software.de) erstellt.