

Catalis SE

Stärken und Chancen

- **Zurück in der Gewinnzone:** Nach der Überwindung der Krise hat Catalis im zweiten Halbjahr 2010 ein positives Ergebnis und einen operativen Cashflow-Überschuss erwirtschaftet. Auch das erste Quartal dieses Jahres endete mit einem positiven EBIT.
- **Download-Spiele:** Bereits mit dem ersten eigenen Download-Spiel hat Catalis einen hohen Überschuss erwirtschaftet. Auch die weiteren Perspektiven scheinen aufgrund eines überzeugenden Konzepts vielversprechend.
- **Gewinnsprung erwartet:** Für 2011 rechnet Catalis nun mit einem hohen Umsatzwachstum und einem EBIT von bis zu 2,0 Mio. Euro. Anschließend soll das Ergebnis bis 2013 mehr als verdreifacht werden.
- **Urteil hochgestuft:** Angesichts der positiven Entwicklung haben wir unser Urteil nun auf „Spekulativ kaufen“ hochgestuft.

Schwächen und Risiken

- **Geringe Rückschlagspuffer:** Ein baldiger neuerlicher Rückschlag würde die Gesellschaft angesichts der dünnen bilanziellen und finanziellen Reserven vor große Herausforderungen stellen.
- **Erfolg der Downloadspiele noch ungewiss:** Der erste Erfolg muss noch bei Folgespielen bestätigt und verfestigt werden.

Geschäftsjahr	2008	2009	2010	2011e	2012e		
Umsatz (Mio. Euro)	37,9	32,0	25,8	31,0	37,2	CAGR Umsatz 09-12 (e)	5,1%
Umsatzwachstum	9,5%	-15,6%	-19,4%	20,2%	20,0%	CAGR EBIT 09-12 (e)	-
EBIT (Mio. Euro)	2,9	-1,5	-1,7	1,8	3,5	CAGR EpS 09-12 (e)	-
EBIT-Marge	7,7%	-4,7%	-6,6%	5,8%	9,4%		
EpS	0,06	-0,01	-0,06	0,03	0,08	Enterprise Value (Mio. Euro)	18,0
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-	Buchwert (Mio. Euro)	12,4
KUV	0,29	0,35	0,43	0,36	0,30	EV / Umsatz 11 (e)	0,6
KGV	5,3	-	-	8,6	3,9	EV / EBIT 11 (e)	10,0
Dividendenrendite	-	-	-	-	-	Kurs / Buchwert	0,9

Spekulativ kaufen (zuvor: Spekulatives Investment)

Kursziel **0,77 Euro**
Aktueller Kurs **0,30 Euro (Xetra)**



Kurshistorie (Xetra)	1 M	3 M	12 M
Hoch (Euro)	0,29	0,29	0,29
Tief (Euro)	0,241	0,186	0,126
Performance	+12,2%	+23,4%	+25,0%
Ø-Umsatz (Euro/Tag)	13.771	13.756	9.942

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	11,2 Mio. Euro
Free Float	74,6 %
Rechnungslegung	IFRS

Unternehmensprofil

Service- und Content-Anbieter für digitale Entertainmentbranche

Bei Catalis SE handelt es sich um eine Holding, die über ihre Tochtergesellschaften drei Bereiche der digitalen Unterhaltungsindustrie abdeckt: die Qualitätssicherung von digitalen Inhalten, die Auftragsproduktion von Videospielen und – seit dem letzten Jahr – die Entwicklung und den Vertrieb von eigenen Downloadspielen für alle gängigen Plattformen. Insgesamt beschäftigt der Konzern (Stand 31.12.2011), der neben dem Holdingsitz in Eindhoven noch Standorte in Los Angeles, Großbritannien, Belgien, Polen und Tschechien unterhält, 357 feste Mitarbeiter. Hiervon ist mehr als die Hälfte (207) für die Tochter Testronic tätig, die auf dem Gebiet der Qualitätssicherung zu den führenden Anbietern der Welt gehört.

Führende Rolle in Qualitätssicherung

Das Angebotsspektrum von Testronic umfasst unterschiedlichste Testleistungen für die Film-, Spiele- und Softwareindustrie sowie Zertifizierungs- und Kompatibilitätsprüfungen für Hardwarehersteller. Der eigene Anspruch lautet dabei, sämtliche Inhalte auf allen Medien und allen Endgeräten testen zu können. Aktuell entfällt das größte Gewicht innerhalb des Segments noch auf das Testen von Film-DVDs. Mit mehr als zehn Jahren Marktpräsenz und der etablierten Zusammenarbeit mit den führenden Filmstudios ist Testronic hier die globale Nummer eins. Diese starke Position konnte bereits auf das Geschäft mit der Qualitätssicherung von Blu-ray-Filmen übertragen werden. Angesichts von über 5.500 geprüften Masterdiscs spielt hier Catalis ebenso eine führende Rolle wie bei den 3D-Filmen (75 abgearbeitete Aufträge). Weitere Standbeine innerhalb der Sparte sind das Testen von Video- und Computerspielen, die Prüfung von Software, komplexen Webseiten und von eLearning-Angeboten und mit zunehmender Bedeutung auch die Qualitätssicherung von Digital-TV und Streaming-Angeboten.

Spieleentwicklung

Die zweite von Catalis abgedeckte Dienstleistung ist die Entwicklung von Videospielen. Über die Konzerntochter Kuju, bzw. über deren drei Studios (siehe nachfolgende Tabelle), werden hier Spiele für zahlreiche Genres und für alle gängigen Plattformen produziert, wobei Kuju ausschließlich als Dienstleister im Auftrag Dritter aktiv wird. Zu den Kunden zählen dabei sämtliche namhaften Spiele-Publisher. Mit einer 20-jährigen Branchenpräsenz und dem Track Record von 50 erfolgreich gelieferten Spielen mit einem kumulierten Einzelhandelsumsatz von 550 Mio. US-Dollar gehört Kuju zu den etablierten Akteuren der Branche, unter den Publisher-unabhängigen Produzenten gelten die Briten als die weltweite Nummer 2. Zu den letzten Erfolgen der Gruppe zählte das Zeichnen- und Malspiel *Art Academy*, das von dem Kuju-Studio Headstrong Games für Nintendo entwickelt und seit der Veröffentlichung bereits mehr als 1,8 Mio. Mal verkauft wurde.

	Sitz	Fokus
Zoe Mode	Brighton, GB	Musik-, Party- und Gesellschaftsspiele
Headstrong	London, GB	Actionspiele, Kreativspiele
Vatra	Brno, CZ	High-end Actionspiele

Kuju's Studios; Quelle: Unternehmen

Eigene Downloadspiele

Als drittes Geschäftsfeld hat Catalis im letzten Jahr die Marke Doublesix Digital Publishing (DDP) etabliert, unter der eigene Spiele entwickelt und mittels Downloadplattformen direkt an Endkunden vertrieben werden sollen. Kern des neuen Segments, das derzeit 25 Mitarbeiter beschäftigt, ist das ehemalige Kuju-Studio Doublesix, das bereits im März 2009 mit *Burn Zombie Burn* (BZB) ein erfolgreiches erstes Spiel dieser Art konzipiert und publiziert hatte. Es handelt sich hierbei um relativ günstige Spiele, die im Schnitt zwischen 10 und 15 US-Dollar pro Download kosten und die ausschließlich via Download, meistens über die Plattformen der Konsolenhersteller wie Sony PlayStation Network (PSN) und Xbox Live Arcade (XBLA) oder auch Steam im PC-Bereich, vertrieben werden. Diese beanspruchen in der Regel rund 30 Prozent der Einnahmen, der Rest steht vollumfänglich dem Spieleentwickler zu, der damit, bei begrenztem Vertriebsaufwand, direkt am Erfolg der eigenen Produkte beteiligt ist. So hat Catalis bis Januar 2011 allein über die beiden Plattformen PSN und Steam 230.000 Downloads von *Burn Zombie Burn* verkauft und damit rund 0,95 Mio. Euro eingenommen. Die gesamten Entwicklungs- und Vertriebskosten beliefen sich hingegen auf gerade mal 0,55 Mio. Euro. Da Doublesix zum Zeitpunkt der Veröffentlichung noch integraler Bestandteil von Kuju war, sind sowohl die mit BZB verbundenen Kosten als auch die daraus resultierenden Erlöse noch entsprechend der alten Segmentaufteilung bei Kuju verbucht worden.

Markt und Strategie

Hohe Zuwachsraten erwartet

Mit der Geschäftsmodellerweiterung trägt Catalis den veränderten Marktbedingungen Rechnung. So gilt der Markt für an physische Datenträger gebundene Computerspiele, mit denen derzeit noch mit rund 25 Mrd. US-Dollar ein Löwenanteil der gesamten Branchenerlöse generiert werden, als ausgereizt, für die Zukunft wird hier nur noch mit moderaten Zuwächsen gerechnet. Deswegen sieht Catalis für das angestammte Kuju-Geschäft Wachstumspotenziale vornehmlich im Ausbau des eigenen Marktanteils, der derzeit trotz der Zugehörigkeit zum Kreis der führenden (unabhängigen) Produzenten bei gerade mal einem Prozent liegt. Demgegenüber sind die internetbasierten Vertriebsmodelle wie Onlinespiele oder eben Spieledownloads dank der zunehmenden Verbreitung von Breitbandanschlüssen auf dem Vormarsch. So gehen von Catalis zitierte Marktprognosen davon aus, dass schon in zwei Jahren die elektronischen

Vertriebswege für die Hälfte der Branchenumsätze von geschätzt 55 Mrd. US-Dollar sorgen werden.

Niedrige Gewinnschwelle

Das Angebot von Downloadspielen ermöglicht somit nicht nur eine stärkere Emanzipation von den großen Publishern und deren – ausgesprochen zyklischen – Veröffentlichungsentscheidungen, sondern vor allem die Positionierung in einem stark wachsenden Marktsegment. Da zudem die Produktionskosten in dem von DDP adressierten Marktsegment mit rund 0,5 Mio. Euro pro Spiel gering und die Vertriebskanäle mit der Präsenz der großen Downloadplattformen etabliert sind, bleiben auch die Risiken überschaubar. Auf dieser Basis kalkuliert Catalis mit dem Break-even bei 100 bis 150 Tsd. Downloads pro Spiel, bei 10 Publikationen pro Jahr und einer durchschnittlichen Verkaufszahl von 250 Tsd. könnte der EBIT-Beitrag des neuen Segments an die 7 Mio. Euro-Marke heranreichen.

Spiele auf Basis etablierter Marken

Damit diese Kalkulationen aufgehen, müssen die angebotenen Spiele nicht nur im Kostenrahmen bleiben, sondern auch eine ausreichende Attraktivität aufweisen, um sich von der zu erwartenden Schwemme vergleichbarer Produkte abzuheben und die angestrebten Downloadzahlen tatsächlich zu erreichen. Neben der Erfahrung, der Qualität und dem Renommee der eigenen Entwickler setzt Catalis deswegen auf innovative Konzepte in der Kreierung und Nutzung von zugkräftigen Marken. Beispielsweise hat sich DDP die Lizenzrechte an Sondereditionen des Spiels „Wer wird Millionär?“ gesichert, bei denen das bekannte Format mit Elementen einer anderen Marke kombiniert wird. So könnte eine Star Trek-Version nicht nur die Fragen zu der Kultserie enthalten, sondern auch die Star Trek-Figuren als Moderator, Kandidat und Publikum integrieren. Das Konzept ist dabei nahezu unbegrenzt auf andere starke Marken anwendbar, denkbar wären etwa Editionen mit Fußballligen, beliebten Serien und Filmen etc. Der Ansatz einer solchen Kombination von Markenrechten soll aber auch in anderen Bereichen wie etwa Musikspielen umgesetzt werden, bei denen die Zusammenarbeit mit bekannten Pop- und Rap-Künstlern angestrebt wird und teilweise schon vereinbart wurde.

Umwälzungen im Filmmarkt

Eine ähnliche Umbruchphase wie die Spielebranche durchläuft auch der Filmsektor, in dem die DVD-Verkäufe seit Jahren zurückgehen und zunehmend durch das Nachfolgeformat Blu-ray sowie durch Download- und Streamingangebote substituiert werden. So haben letztes Jahr in den USA, dem mit Abstand größten Einzelmarkt, die Blu-ray-Verkäufe um 68 Prozent auf 1,8 Mrd. US-Dollar und die digitalen Abrufe (Verkäufe und Video on Demand) um 19 Prozent auf 2,5 Mrd. US-Dollar zugenommen – verglichen mit einem Rückgang der DVD-Verkäufe um 15 Prozent auf 8,5 Mrd. US-Dollar. In Fortrechnung dieser Trends gehen die Marktanalysten von Futuresource Consulting davon aus, dass der Marktanteil der DVD, die noch 2007 fast zu Gänze den über 50 Mrd. US-

Dollar schweren Weltmarkt beherrschte, bis 2014 auf 30 Prozent zurückgehen und damit hinter Blu-ray (37 Prozent) und die Onlinedistribution (33 Prozent) zurückfallen dürfte. In Reaktion auf diese Umwälzung hat Testronic schon vor Jahren damit begonnen, entsprechende Prüfkapazitäten in den Wachstumsbereichen Blu-ray und Online aufzubauen und gehört deswegen auch hier zu den führenden Anbietern. Auch die Erschließung neuer Betätigungsbereiche wie die Qualitätssicherung von Software und von Homepages sowie die Kompatibilitätsprüfung und Zertifizierung von Hardware sind Folgen dieser Marktveränderungen. In den Aufbau der Kapazitäten gerade auf den neuen Gebieten wie 3D, Digital-TV und Hardware hat Testronic letztes Jahr rund 0,3 Mio. Euro investiert, für dieses Jahr ist eine weitere Steigerung geplant.

Geschäftsentwicklung

Krise überwunden

Angesichts der Umwälzungen auf den von Catalis adressierten Märkten kam die Wirtschaftskrise zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt und brachte einen schmerzhaften Umsatzrückgang und hohe Verluste. Im Qualitätssicherungssegment machte sich die Schwäche des DVD-Marktes nun deutlich bemerkbar, während sich Kuju mit verzögerten und stornierten Projektstarts konfrontiert sah. Die Erlöse reduzierten sich infolgedessen von 37,9 Mio. Euro im Jahr 2008 auf 32,0 Mio. Euro in 2009 und 25,8 Mio. Euro im letzten Jahr. Auch ergebnisseitig wurde der Tiefpunkt erst in der abgelaufenen Finanzperiode mit einem Fehlbetrag von -2,4 Mio. Euro markiert. Ein Großteil der Verluste war allerdings nicht operativer Natur, sondern wurde durch einmalige Restrukturierungsmaßnahmen wie Studioschließungen und Personalabbau hervorgerufen, mit denen die Break-even-Schwelle deutlich abgesenkt werden konnte. Allein 2010 summierten sich derartige Belastungen auf 0,8 Mio. Euro, überwiegend bei Kuju.

Geschäftszahlen	2007	2008	2009	2010
Umsatz	34,6	37,9	32,0	25,8
EBIT	2,7	2,9	-1,5	-1,7
EBT	1,7	2,1	-2,0	-2,6
Jahresüberschuss	1,8	2,1	-0,3	-2,4

Angaben in Mio. Euro; Quelle: Unternehmen

Seit Mitte 2010 profitabel

Dass diese harten Einschnitte richtig waren, zeigte sich in der zweiten Jahreshälfte 2010, als Catalis trotz der insgesamt reduzierten Umsatzbasis in die schwarzen Zahlen zurückkehren konnte. Bei einem Sechsmonatsumsatz von 14 Mio. Euro blieben nicht nur das EBIT mit 0,7 Mio. Euro und das Nettoergebnis mit 0,3 Mio. Euro positiv, sondern auch der Cashflow. Nachdem zwischen Januar und Juni 2010 noch 1,5 Mio. Euro an liquiden Mitteln verbraucht wurden, weist der Geschäftsbericht für das Gesamtjahr einen operativen Cashflowüberschuss von

0,8 Mio. Euro aus. Damit hat sich die Liquiditätsentwicklung nun entspannt, wobei wir eine Kapitalmaßnahme in naher Zukunft dennoch für durchaus wahrscheinlich halten, insbesondere dann, wenn Catalis zur Stärkung des neuen Segments Downloadspiele den Akquisitionskurs wieder aufnehmen sollte.

Profitabler Start ins neue Jahr

Diesen Trend konnte Catalis auch im ersten Quartal 2011 fortsetzen, in dem neben einem EBIT von 0,2 Mio. Euro (nach -1 Mio. Euro im Vorjahr) nach Unternehmensangaben erneut ein positiver Zahlungsmittelüberschuss erwirtschaftet wurde. Bei Abwesenheit von Sondereffekten konnte damit trotz eines geringfügig rückläufigen Umsatzes (6,1 Mio. Euro nach 6,4 Mio. Euro) ein ausgeglichenes Nettoergebnis ausgewiesen werden. Der Umsatzrückgang war eine Spätfolge der letztjährigen Auftragsflaute bei Kuju, wobei die Briten dank der Kostensenkungsmaßnahmen trotzdem ein positives EBIT von 0,3 Mio. Euro erwirtschaftet haben (nach -0,7 Mio. Euro).

Aufschwung in allen Segmenten

Ermöglicht wurde die positive Wende durch einen Trendwechsel sowohl bei Testronic als auch bei Kuju, wo sich die Probleme letztes Jahr besonders lange gezogen hatten. Während die Qualitätssicherungssparte sowohl von dem rasch expandierenden Blu-ray-Markt als auch vom erfolgreichen Start neuer Leistungen wie den Tests von Downloadplattformen großer Filmstudios oder der Unterstützung von Anbietern von Digitalfernsehen profitierte, konnte Kuju im Herbst mehrere Projekte abschließen und neue Aufträge akquirieren. Nach der langen Phase, in der die Spielverlage ihre Veröffentlichungspolitik sehr zurückhaltend ausgerichtet hatten, scheint nach Catalis-Angaben nun ein Nachholbedarf zu bestehen, der durch die inzwischen lancierten Hardware-Updates wie etwa die neuen Steuerungstools (Kinect, Move) zusätzlich angeheizt wird. Allein im März und April habe sich der Auftragseingang bei Kuju auf 19,2 Mio. US-Dollar belaufen, wovon allerdings ein Teil unter dem Vorbehalt einer erfolgreichen Projektstudie steht. Vor dem Hintergrund der Belebung in den „Altsegmenten“, zusammen mit dem erfreulichen Markterfolg von *Burn Zombie Burn* (wurde noch bei Kuju verbucht) und der geplanten Veröffentlichung von zwei weiteren eigenen Downloadspielen, hat Catalis für dieses Jahr das Ziel ausgegeben, den Umsatz auf 30 bis 32 Mio. Euro zu steigern und ein EBIT von 1,7 bis 2,0 Mio. Euro zu erwirtschaften. Bis 2013 soll der Gewinn vor Steuern und Zinsen sogar auf über 7 Mio. Euro zulegen. Diese Prognose wurde anlässlich der Bekanntgabe der Zahlen für das erste Quartal bekräftigt.

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 11,8 %**

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 2,8 Prozent 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 einer geringen Korrelation der Catalis-Aktie zum Gesamtmarkt wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Als einen wichtigen Aspekt sehen wir in diesem Zusammenhang die immer noch ausgeprägte Abhängigkeit des Spieleentwicklungssegments von wenigen Kunden und deren Aufträgen. Darüber hinaus hat der Einstieg in die Entwicklung eigener Spiele das Chancen-Risiko-Profil zunächst zusätzlich verschärft, da zumindest in der Anfangsphase der Spartenerfolg hier von wenigen Spielen abhängen wird. Vor diesem Hintergrund haben wir bereits im Rahmen unseres letzten Updates den Betafaktor auf 1,7 taxiert. Daran halten wir zunächst fest, woraus sich ein Diskontierungszins von 11,8 Prozent ergibt.

Schätzungen angehoben

Angesichts der zuletzt erreichten operativen Verbesserungen in den beiden „Altbereichen“ und aufgrund des vielversprechenden Starterfolges mit eigenen Downloadspielen sowie des überzeugend wirkenden Konzepts in dem neuen Segment haben wir unsere Schätzungen angehoben. Für das laufende Jahr liegen wir nun beim Umsatz wie auch beim EBIT innerhalb der vom Unternehmen kommunizierten Guidance. Auch für die Folgejahre haben wir sowohl die Umsatzreihe als auch die unterstellte EBIT-Marge nach oben revidiert, bleiben mit den gewählten Ansätzen jedoch deutlich unter den Projektionen des Managements. Insbesondere im Hinblick auf das neue Segment möchten wir noch abwarten, ob sich der Erfolg von *Burn Zombie Burn* tatsächlich zuverlässig wiederholen lässt und wie sich das Wettbewerbsumfeld auf diesem Gebiet entwickeln wird. Wir trauen dies dem branchenerfahrenen Management, das die zurückliegende Krise gut gemeistert und das Unternehmen nun trotz der deutlich geringeren Umsatzbasis bereits zurück in die Gewinnzone geführt hat, zwar zu, doch halten wir auch eine große Schwemme entsprechender Angebote für denkbar, was Anpassungen beim Preis oder beim Marketingbudget zur Folge haben könnte. In Summe gehen wir für die nächsten acht Jahre somit von dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf aus:

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Erlöse (Mio. Euro)	31,0	37,2	40,9	44,6	48,2	52,0	56,2	60,7
Erlöswachstum		20,0%	10,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Nettorendite	4,2%	7,8%	7,3%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,5%
Gewinn (Mio. Euro)	1,30	2,90	2,97	3,11	3,20	3,21	3,27	3,32
Gewinnwachstum		123%	2,4%	4,9%	2,8%	0,2%	2,1%	1,6%

Fairer Wert jetzt 0,77 Euro je Aktie

Auf dieser Grundlage und unter Annahme eines sich ab 2019 anschließenden „ewigen“ Ertragswachstums von 2 Prozent ergibt unser Modell einen Unternehmenswert von 29,1 Mio. Euro bzw. 0,77 Euro je Aktie. Damit weist die Aktie trotz der annähernden Verdoppelung seit unserem letzten Update immer noch ein hohes Kurspotenzial von rund 160 Prozent auf. Wie die nachfolgende Sensitivitätsanalyse zeigt, ändert selbst die Wahl deutlich restriktiverer Werte für die Parameter Diskontierungszins und „ewiges“ Wachstum kaum etwas an diesem Befund.

		„ewiges“ Wachstum				
		1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Diskontierungszins	10,9%	0,81 EUR	0,83 EUR	0,86 EUR	0,89 EUR	0,92 EUR
	11,4%	0,77 EUR	0,79 EUR	0,81 EUR	0,84 EUR	0,86 EUR
	11,9%	0,73 EUR	0,75 EUR	0,77 EUR	0,79 EUR	0,82 EUR
	12,4%	0,70 EUR	0,71 EUR	0,73 EUR	0,75 EUR	0,77 EUR
	12,9%	0,67 EUR	0,68 EUR	0,70 EUR	0,71 EUR	0,73 EUR

Fazit

Neues Anlageurteil: „Spekulativ kaufen“

Mit der Rückkehr in die Profitabilität im zweiten Halbjahr 2010 und dem guten Start ins neue Jahr hat Catalis die tiefe Krise überwunden. Inzwischen sind beide Kernsegmente wieder profitabel, darüber hinaus ist der neue Geschäftsbereich DDP, in dem eigene Downloadspiele entwickelt und vertrieben werden, sehr vielversprechend angelaufen. Auch für die Zukunft wirkt die hier gewählte Positionierung überzeugend und durchaus margenträchtig. Vor diesem Hintergrund hat sich das Management für die nächsten Jahre hohe EBIT-Ziele gesetzt, die wir zwar für erreichbar halten, zu denen wir aber im Rahmen unserer Schätzungen deutliche Abschläge vorgenommen haben. Trotzdem zeigt unser Modell weiterhin ein dreistelliges Kurspotenzial. Da zudem mit der Erwirtschaftung positiver Cashflows auch ein von uns noch letztes Jahr betonter Risikoaspekt etwas von seiner Bedeutung eingebüßt hat, stufen wir die Aktie wieder hoch, und zwar auf „Spekulativ kaufen“.

Anhang

1. Pflichtangaben gemäß §34b WpHG

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studienerstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die 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 oder von Dritten entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem Auftraggeber vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen /Unternehmen halten Aktien an dem analysierten Unternehmen oder unmittelbar darauf bezogene Derivate.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.
- 6) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, hat aktuell oder hatte in den letzten zwölf Monaten für das analysierte Unternehmen eine entgeltliche Auftragsbeziehung (z.B. Email-Werbung).

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

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 Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH. Die Performaxx Research GmbH hat zu dem hier analysierten Unternehmen zur Zeit keine weiteren Aufträge für Studien oder Updates. 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
17.12.2010	0,149 Euro	Spek. Investment
26.05.2010	0,20 Euro	Spek. 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“ ein 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,
- „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent,
- „Spekulativ kaufen“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko,
- „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko.

Als Bewertungsgrundlage und -methoden für die Finanzanalysen der Performaxx Research GmbH werden gängige und anerkannte Verfahren (u.a. Ertragswert-Methode, Peer-Group-Analyse, Sum-of-Parts-Bewertung) genutzt, deren Parameter ggf. im Text näher erläutert werden. Beim Ertragswertmodell wird der Kapitalwert des Unternehmens aus der Summe der abgezinste künftigen Gewinne berechnet. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Unternehmen durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Schätzungen zur Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen des Wettbewerbsdrucks oder der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich z.B. durch Veränderungen technologischer Art, der

konjunkturellen Aktivität, der gesellschaftlichen Wertevorstellungen, des Steuerrechts, der Wechselkurse oder der Regulierungsbestimmungen ergeben.

2. Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist 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. Ferner behalten sich die Performaxx Research GmbH, deren verbundene Unternehmen und Mitarbeiter vor, jederzeit Long- oder Shortpositionen an den in dieser Finanzanalyse genannten Unternehmen einzugehen oder zu verkaufen.

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.

3. 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.

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