

Catalis N.V.

Stärken und Chancen

- **Weltmarktführerschaft:** Seit der Refokussierung auf Testdienstleistungen hat Catalis ein durchschnittliches Wachstum von knapp 34 Prozent auf zuletzt 7,9 Mio. Euro verzeichnet und den eigenen Marktanteil in den USA und Europa auf 75 Prozent erhöht. Im laufenden Jahr soll der Umsatz weiter auf 10,5 Mio. Euro steigen.
- **Beeindruckende Profitabilität:** Ebenso bemerkenswert ist die erreichte Profitabilität. Die EBT-Marge lag im letzten Geschäftsjahr bei knapp 25 Prozent und dürfte 2006 auf rund 29 Prozent anwachsen.
- **Neue Expansionsmöglichkeiten:** Trotz der ersten Sättigungstendenzen auf dem DVD-Markt sind die Wachstumsperspektiven von Catalis weiter intakt. Dafür sorgen neue Filmformate und komplementäre Geschäftsbereiche wie das Testen von Videospielen und anderen digitalen Inhalten, die seit dem letzten Jahr konsequent erschlossen werden.
- **Deutliche Unterbewertung:** Unser Schätzmodell offenbart ein Aufwärtspotenzial von über 80 Prozent.

Schwächen und Risiken

- **Formatstreit hemmt Marktentwicklung:** Obwohl der Wettlauf zwischen HD DVD und Blu Ray für Catalis grundsätzlich positiv ist, sorgt er derzeit für eine vorübergehende Verzögerung beim Marktstart der DVD-Nachfolger.
- **Akquisitionspolitik birgt Risiken:** Erfahrungsgemäß birgt externes Wachstum höhere Gefahren als eine organische Expansion. Das akquisitionserfahrene Management sollte diese Risiken jedoch beherrschen können.

Kaufen (unverändert)

Aktueller Kurs 1,15 Euro

Stammdaten

ISIN	NL0000233625
Branche	Testdienstleistungen
Sitz der Gesellschaft	Eindhoven
Internet	www.catalisgroup.com
Ausstehende Aktien*	26,89 Mio. Stück
Marktsegment	General Standard
Marktkapitalisierung*	30,9 Mio. Euro
Free Float	ca. 69,6 %

Kursentwicklung



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (6 Monate)	1,76 Euro / 0,93 Euro
Performance (6 Monate)	-28,6%
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 37 Tsd. Euro

Kennzahlen

Geschäftsjahr (bis 31.12.)	2004	2005	2006(e)	2007(e)
Nettoerträge (Mio. EUR)	5,2	7,9	10,8	14,0
EpS (EUR)*	0,08	0,07	0,11	0,14
Dividende / Aktie (EUR)	-	-	-	-
KGV	13,7	16,3	10,4	8,3
KUV	5,95	3,91	2,86	2,20
Dividendenrendite	-	-	-	-

* voll verwässert, inkl. der Wandelanleihe.

Unternehmensprofil

Klare Weltmarktführung

Bei Catalis N.V. aus Eindhoven handelt es sich um einen führenden Anbieter von Qualitätssicherungsdienstleistungen für die digitale Medienindustrie. Dabei fungiert Catalis selbst lediglich als Management- und Finanzholding. Das operative Geschäft wird von sechs Tochterunternehmen an Standorten in den USA (Kalifornien), Großbritannien, Polen und Belgien verantwortet. Hervorgegangen ist die seit dem Sommer 2000 börsennotierte Gruppe aus der aeco N.V., einem Hersteller von optischen und elektrischen Testgeräten für die Herstellung von digitalen Speichermedien (CD, DVD). Nach einer tiefgreifenden Krise erfolgte im Jahr 2002 ein Führungswechsel mit anschließendem Management Buy Out, die Umfirmierung in Catalis sowie die geschäftliche Neuausrichtung auf das Dienstleistungsgeschäft. Seitdem konnte die Gesellschaft ein rasantes und profitables Wachstum vorweisen und den Marktanteil in Europa und den USA – zum Teil durch Akquisitionen – auf 75 Prozent ausbauen. Auf dieser Grundlage ist das Unternehmen derzeit bestrebt, die Aktivitäten auf komplementäre Bereiche auszuweiten und sich damit mittelfristig zu einem führenden Anbieter von Qualitätssicherungsdienstleistungen für sämtliche digitale Medien, Inhalte und Endgeräte zu entwickeln.

Quality Assurance

Das aktuelle Geschäft wird allerdings noch überwiegend durch die Dienstleistungen rund um das Testen von Film-DVDs (Quality Assurance, QA) geprägt. Im Auftrag der Rechteinhaber übernimmt Catalis hierbei eine breite Palette an Prüfschritten, die eine fehlerfreie Masterdisk sicherstellen sollen. Die Checkliste umfasst die Vollständigkeit und Bedienbarkeit der Menüs, die Funktionalität der Disk, ihre Ausstattung mit Sprach- und Untertitelversionen, die Übereinstimmung mit rechtlichen Normen der Zielmärkte sowie die Kompatibilitätsprüfung mit den handelsüblichen Abspielgeräten. Um die hierbei erforderliche enge Abstimmung mit dem Herstellungsprozess zu garantieren, sind die Prüfzentren in unmittelbarer Nachbarschaft der entsprechenden Produktionsstätten angesiedelt. So ist das polnische Catalis-Werk auf dem Gelände von Technicolor angesiedelt, dem weltweit führenden Spezialisten für das Programmieren (Authoring) und Replizieren von DVDs.

Strategische Partnerschaft mit Deluxe Digital Services

In Los Angeles wurden die Catalis-Aktivitäten sogar in das Gebäude von Deluxe Digital Services integriert. Der Technicolor-Konkurrent hat sich früh auf die Programmierung von Disks bei den DVD-Nachfolgeformaten HD DVD (High Density Digital Versatile Disc) und Blu Ray spezialisiert und beherrscht als First Mover derzeit den Markt. Als strategischer Partner für die Qualitätskontrolle profitiert auch Catalis von diesem Vorsprung und ist damit auf dem besten Wege, die im Bereich der Standard DVD erreichte Stellung auch bei den Nachfolgeformaten zu behaupten. So wurden nach Unternehmensangaben von den ersten publizierten HD Disks über 80 Prozent von Catalis geprüft.

Neue Geschäftsfelder

Neben dem vielversprechenden Einstieg in den Markt für die Qualitätssicherung bei den beiden DVD-Nachfolgeformaten baut Catalis aktuell weitere komplementäre Geschäftsfelder auf. Insbesondere durch die Übernahme des Londoner Unternehmens Testline Holdings im April letzten Jahres konnten drei attraktive Wachstumsfelder erschlossen werden: das Testen von eLearning-Angeboten, von komplexen Webseiten sowie von Software. Darüber hinaus ist Catalis auch im Prüfen von Audioinhalten sowie der dazugehörigen Kopierschutztechnologie tätig, womit im letzten Jahr rund 5 Prozent der konzernweiten Erlöse generiert wurden.

Games-Testing

Von deutlich größerer Tragweite ist allerdings der ebenfalls im letzten Jahr vollzogene Eintritt in den Markt für die Qualitätsprüfung von Spielen. Da Videospiele viel komplexer sind als Film-DVDs, gestaltet sich auch die Qualitätsprüfung entsprechend aufwendiger. Sie umfasst, neben der Menüführung, der Sprachvarianten und der Steuerung, auch solche Aspekte wie die Stabilität und – gerade im PC-Bereich enorm wichtig – die Kompatibilität mit den gängigen Hardwarekonfigurationen. Allein für den letztgenannten Punkt überprüft Catalis für jedes Spiel die 400 (!) populärsten handelsüblichen Computertypen. Da zudem viele Releases auf allen vier gängigen Plattformen (Playstation, Xbox, Nintendo und PC) erscheinen, sind auch die Qualitätsprüfungen für alle vier Formate durchzuführen.

Akquisition PMTC

Die beabsichtigte Stärkung dieses attraktiven Bereiches war deswegen einer der zentralen Beweggründe für die im August gemeldete vollständige Übernahme der belgischen PMTC N.V. (Professional Media Testing Center). Das Unternehmen gehört zu den weltweit lediglich sechs Anbietern, die von Microsoft für die Qualitätskontrolle seiner Spiele zertifiziert wurden, und dürfte 2006 voraussichtlich rund 3,5 Mio. Euro Erlösen. Neben dem Testen von Spielen sind die Belgier dabei auch in der Qualitätskontrolle von Hard- und Software tätig. Dazu zählt beispielsweise die Überprüfung von Settop-Boxen oder PCs im Hinblick auf die Kompatibilität mit Downloadplattformen für Filme und Musik. Diese Prüfungen werden u.a. für so namhafte Kunden wie Philips, Toshiba, Nokia und HP durchgeführt. Schließlich war PMTC bis zuletzt auch als Tester von Film-DVDs aktiv. Dank der Übernahme hat Catalis somit nicht nur neue Geschäftsbereiche erschlossen bzw. gestärkt und zusätzliche Kunden gewonnen, sondern auch den letzten nennenswerten Konkurrenten in Europa aufgekauft. Gleichzeitig konnte damit auch die Diversifikation weiter vorangetrieben werden, so dass der Anteil des Geschäfts außerhalb des DVD-Bereiches nun über 30 Prozent liegen dürfte.

Markt und Strategie

DVD-Markt weiterhin attraktiv

Nach Jahren stürmischen Wachstums zeigen sich auch auf dem DVD-Markt mittlerweile erste Sättigungstendenzen. So führte im letzten Jahr der anhaltende Preisverfall trotz gestiegener Verkaufszahlen erstmals zu einem Umsatzrückgang in Deutschland (Quelle: Spitzenorganisation der Filmwirtschaft). Im ersten Halbjahr 2006 setzte sich dieser Trend mit einer Reduktion der Einnahmen aus dem DVD-Verkauf um 6,6 Prozent auf 540 Mio. Euro fort (Quelle: GfK Panel Services Deutschland). Auch international ist die Situation mit dem deutschen Markt vergleichbar. Da für das Catalis-Geschäft aber nicht die Gesamtmenge der verkauften Träger, sondern die Anzahl der unterschiedlichen Releases entscheidend ist, birgt diese Entwicklung für Catalis mehr Chancen als Risiken. Denn gerade durch das schwieriger gewordene Geschäft müssen die DVD-Hersteller nun versuchen, mit vielen unterschiedlichen Editionen gleichzeitig verschiedene Preis- und Kundensegmente anzusprechen. Dies kommt über eine steigende Anzahl der zu testenden Master-Kopien ebenso Catalis zu gute wie die wachsende Anzahl an publizierten Special-Interest-DVD's in relativ geringen Stückzahlen.

Neue Formate

Darüber hinaus rechnet das Unternehmen mit einem kräftigen Wachstumsschub des Filmgeschäfts durch die Einführung der beiden neuen Formate Blu-Ray und HD-DVD. Da sich angesichts des anhaltenden Wettstreits dieser beiden Alternativen nun abzeichnet, dass zumindest für eine Übergangszeit die Filme in beiden Formaten angeboten werden, verdoppelt sich nahezu automatisch die Anzahl der zu testenden Veröffentlichungen. Zudem ist für eine längere Periode damit zu rechnen, dass auch das bisherige Standard-DVD-Format weiter bedient wird. An diesem Dreifach-Release würden zunächst auch Innovationen wie kompatible Abspielgeräte oder auch die von Warner Brothers zum Patent angemeldete Disk, die alle drei Formate gleichzeitig speichern kann, wenig ändern (Quelle: FTD vom 05.10.2006). Solange nämlich die Filme in unterschiedlichen Formaten angeboten werden, müssen sie getestet werden. In Summe der genannten Entwicklungen (wachsende Anzahl von Veröffentlichungen, Einführung der neuen Formate und Formatdifferenzierung) rechnet das Unternehmen mit durchschnittlichen Wachstumsraten des relevanten Filmtestmarktes von mehr als 20 Prozent.

Videospiele mit glänzenden Perspektiven

Kräftiges Wachstum wird auch für den Spielmarkt prognostiziert. Nach Schätzungen von PWC sollen die globalen Umsätze mit Videospielen (inkl. der Konsolen) bis 2009 auf 54 Mrd. US-Dollar steigen. Dies würde nicht nur eine durchschnittliche Zunahme von 19 Prozent p.a. bedeuten, sondern auch ein höheres Marktpotenzial als im Filmbereich. Als wichtigste Wachstumstreiber werden dabei die Konsolen der neuen Generation gesehen. Deren enorme Bedeutung ist gerade im laufenden Jahr deutlich geworden, als der verschobene Start des Nachfolgemodells vom Marktführer Sony zu erstmaligen Umsatzrückgängen in der

ansonsten von hohen Zuwächsen verwöhnten Branche führte. Im Hinblick auf die Qualitätsanforderungen ist zudem zu beobachten, dass die Spiele immer komplexer und auch immer kostspieliger werden. Damit wächst nicht nur das Betätigungsfeld für entsprechende Prüfspezialisten, sondern es erhöht sich auch der wirtschaftliche Stellenwert eines schnellen und zuverlässigen Testverfahrens. Mit der steigenden Komplexität zusammenhängend ist ein weiteres Marktcharakteristikum, das Catalis sich zunutze machen will. Anders als im Film-DVD-Bereich, wo in der Regel ein einziges Authoringunternehmen für die Programmierung zuständig ist, zeichnet sich die Spielentwicklung durch eine ausgeprägte Arbeitsteilung aus. Neben den Publishern (Rechteinhaber) und den Entwicklern gibt es zahlreiche spezialisierte Zulieferer, die etwa für das Design einzelner Objekte oder für die Plattformportierung verantwortlich sind. Dementsprechend weist der Produktionsprozess zahlreiche Schnittstellen auf, an denen Qualitätskontrollen erforderlich sind. Hieraus resultiert ein beträchtliches Geschäftspotenzial für Testdienstleister, vor allem dann, wenn sie die Qualitätskontrolle auf allen Stufen aus einer Hand anbieten und damit die Prozesskomplexität aus der Perspektive des Publishers reduzieren können. Darüber hinaus bietet der derart fragmentierte Markt sehr gute Möglichkeiten, um das eigene Leistungsportfolio sukzessive zu erweitern. So erwägt Catalis, künftig in die Bereiche Plattformkonversion, Art Work (Design von Spielobjekten) und Localisation (Anpassung an Länderbesonderheiten) zu expandieren. Perspektivisch ist nach Unternehmensangaben auch der Einstieg in die Spielentwicklung selbst denkbar, wobei hierfür sicherlich eine größere Akquisition erforderlich würde.

Mobile Inhalte

Als weiteren Zielmarkt hat das Catalis-Management den noch sehr jungen Markt für mobile Unterhaltungsangebote identifiziert. Wie im Spielmarkt gibt es auch hier eine Vielzahl von Akteuren, die an einer effizienten und zuverlässigen Qualitätskontrolle interessiert sind. Dazu gehören die Rechteinhaber, die Mobilfunkbetreiber und die so genannten Content Aggregatoren wie z.B. Jamba, die die Inhalte auf ihren Plattformen bündeln, handygerecht gestalten und in die Strukturen der jeweiligen Anbieter integrieren. Aber auch technisch zeichnet sich dieser Markt durch eine enorme Komplexität aus. Neben den unterschiedlichen Inhaltsformaten und den unterschiedlichen Netzen sorgen dafür vor allem die mehreren Hundert Endgeräte, die unter dem Aspekt der Kompatibilität zu beachten sind. Für spezialisierte Anbieter von Testdienstleistungen bietet somit auch dieser Markt ein riesiges Betätigungspotenzial.

Einzigartige Positionierung

Um von den glänzenden Perspektiven dieser neuen Märkte zu profitieren, soll die Expansion ähnlich entschlossen wie im DVD-Geschäft angegangen werden. Hier ist das Unternehmen nach kurzer Zeit nicht nur mit großen Abstand Marktprimus, sondern auch als einziger Anbieter auf beiden Seiten des Atlantiks aktiv. Zudem setzt die Gesellschaft konsequent auf hohe und an allen Standorten einheitliche Qualitätsstandards, die durch die gemeinsame Marke Testronic auch

nach außen kommuniziert werden. Gleichzeitig ermöglicht die Standortvielfalt die Kombination von maximaler Kundennähe mit optimierten Kostenstrukturen. So wurden nach der Übernahme der polnischen Gesellschaft Check Disk Europe zahlreiche Prüfaufträge von Großbritannien nach Polen umgeleitet, wo die Personalkosten bei vergleichbarer Qualität, Marktnähe und Sicherheitslage (Raubkopien) wesentlich niedriger liegen. Diese starke Positionierung im Film-Bereich dürfte Catalis auch beim Ausbau des Test-Geschäfts für Spieleanbieter zu Gute kommen. So verfügt das Unternehmen zum einen über einen stetigen Cashzufluss, der zur Finanzierung der Expansion verwendet werden kann. Noch wichtiger ist aber, dass Catalis als einziger Anbieter derzeit sowohl in der Film- als auch in der Spielindustrie als Prüfdienstleister tätig ist und damit besonders von dem fortschreitenden Zusammenwachsen der beiden Branchen profitieren dürfte.

Externes Wachstum

Zur Beschleunigung der Expansion stellen Akquisitionen ein wichtiges Strategieelement von Catalis dar. Nachdem bereits im letzten Jahr drei Wettbewerber vollständig übernommen wurden, hat der Erwerb von PMTC erheblich zu der beabsichtigten Stärkung des Spielegeschäfts beigetragen. Bemerkenswert an der Transaktion ist dabei, dass sie größtenteils aus der freien Liquidität finanziert wurde. Bei einem Umsatz von 3,5 Mio. Euro und einem Vorsteuergewinn von 0,8 Mio. Euro dürfte der Kaufpreis unseres Erachtens die 4 Mio. Euro-Grenze nicht überschreiten (was einem Vorsteuer-KGV von 5 für ein nicht börsennotiertes Unternehmen entsprechen würde). Damit verspricht die Investition selbst bei statischer Betrachtung eine Vorsteuermarge von rund 20 Prozent. Derzeit prüft Catalis nach eigenen Aussagen weitere Kandidaten. Der Fokus liegt dabei weiterhin auf Anbietern aus dem Spielbereich, aber auch Spezialisten für die Qualitätssicherung bei mobilen Unterhaltungsangeboten sowie beim Onlinecontent werden beobachtet. Um die avisierte Expansion in angrenzende Dienstleistungsbereiche des Spielmarktes (Plattformportierung etc.) bzw. in die Spielentwicklung selbst zu forcieren, plant Catalis darüber hinaus auch den Erwerb von entsprechend spezialisierten Anbietern.

Geschäftsentwicklung

Profitables Wachstum

Wie erfolgreich die 2002 eingeleitete Neuausrichtung von Catalis verlaufen ist, belegen die Geschäftszahlen der vergangenen drei Jahre. In dieser Zeit hat der Konzern seinen Umsatz von 4,41 Mio. Euro auf 7,90 Mio. Euro gesteigert und jedes Jahr hohe Gewinne erwirtschaftet. Nachdem im Umbruchjahr 2002 noch ein Verlust von 2,93 Mio. Euro ausgewiesen werden musste, lag der Jahresüberschuss bereits 12 Monate später bei 0,82 Mio. Euro – gleichbedeutend mit einer Nettomarge von 18,6 Prozent. Diese erhöhte sich 2004 sogar auf über 43 Prozent, was allerdings teilweise durch einen Einmaleffekt aus der Aktivierung von

latentem Steuern bedingt war. Ein besseres Abbild der operativen Gewinnentwicklung liefert das nicht verzerrte Vorsteuerergebnis, das sich kontinuierlich von 0,82 Mio. Euro in 2003, über 1,42 Mio. Euro in 2004 auf 1,90 Mio. Euro im letzten Jahr erhöht hat.

<i>(Mio. Euro)</i>	<i>Geschäftsjahr 2003</i>	<i>Geschäftsjahr 2004</i>	<i>Geschäftsjahr 2005</i>
Umsatz	4,41	5,22	7,90
EBT	0,83	1,42	1,96
Jahresüberschuss	0,82	2,26	1,90
EBT-Marge	18,8%	27,2%	24,8%
Nettomarge	18,6%	43,2%	24,0%

Geschäftsentwicklung von Catalis; Quelle: Geschäftsbericht 2005

Erfolgreiches erstes Halbjahr

Die erfreuliche Entwicklung konnte auch im bisherigen Verlauf des aktuellen Geschäftsjahres fortgesetzt werden. Nach einem furiosen ersten Quartal, in dem die Erlöse im Vorjahresvergleich um über 40 Prozent auf 2,16 Mio. Euro gestiegen sind, ist zwischen April und Juni allerdings eine leichte Beruhigung eingetreten. Der Quartalsumsatz in dem traditionell starken Zeitraum zwischen April und Juni lag bei 2,05 Mio. Euro und damit – inkl. der Konsolidierungseffekte – nur knapp 11 Prozent über dem Vorjahreswert. Als Begründung nennt das Unternehmen vor allem Verzögerungen beim Massenstart des Geschäfts mit den neuen Filmformaten. Aber auch die Schwäche der Spielbranche in Folge des verschobenen Verkaufsstarts der neuen Playstation dürfte für eine gedämpfte Dynamik gesorgt haben. Bemerkenswerterweise hat es Catalis aber trotz dieser Wachstumsverlangsamung geschafft, seine Gewinnkennzahlen deutlich überproportional zu verbessern. Das Vorsteuerergebnis erhöhte sich im zweiten Vierteljahr gegenüber dem Vorjahreszeitraum um fast 25 Prozent auf 0,74 Mio. Euro bzw. auf 36 Prozent vom Umsatz. Im gesamten ersten Halbjahr erzielte der Konzern somit bei einem Umsatz von 4,21 Mio. Euro einen Überschuss von 1,30 Mio. Euro vor Steuern.

Wachstumsbeschleunigung im Sommer

Das Sommer-Geschäft hat verdeutlicht, dass die leichte Abschwächung im Frühjahr nur vorübergehend war. So belief sich der Umsatz in dem saisonal üblicherweise stärksten dritten Quartal auf 3,7 Mio. Euro und damit erstmalig auf mehr als 1 Mio. Euro pro Monat. In Summe der ersten neun Monate beträgt er nun 7,9 Mio. Euro und liegt bereits auf dem Niveau des gesamten Vorjahrs. Auch die Gewinnentwicklung des dritten Quartals war sehr erfreulich. Vor Steuern wurden 1,3 Mio. Euro erwirtschaftet – ein Plus von mehr als 60 Prozent. Das Neunmonats-EBT konnte damit auf 2,5 Mio. Euro gesteigert werden.

Bewertung

Einfaches Ertragswertmodell

Das faire Bewertungsniveau von Catalis ermitteln wir anhand eines einfachen Modells der Ertragsdiskontierung, das auf der Schätzung der wesentlichen Werttreiber Umsatz, Nettorendite und Eigenkapitalkosten beruht.

Diskontierungszins nach CAPM 10,7 %

Den Diskontierungszins als Maß für die Eigenkapitalkosten bestimmen wir nach dem Capital Asset Pricing Model, wobei wir einen risikolosen Zinssatz von 3,8 Prozent (Umlaufrendite festverzinslicher deutscher Wertpapiere) 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 wenig aussagekräftig. Zur Ableitung des systematischen Risikos orientieren wir uns daher an fundamentalen Faktoren. Als risikoerhöhend ist unseres Erachtens vor allem der von den Generationswechseln der Spielkonsolen vorgegebene Zyklus der Videospiegelbranche zu betrachten. Aber auch die trotz der beeindruckenden Wachstumshistorie noch vergleichbar geringe Unternehmensgröße spricht für einen Risikoaufschlag. Andererseits verfügt das Unternehmen über ein sehr etabliertes und stabiles Geschäft beim Testen von DVDs sowie über eine solide finanzwirtschaftliche Basis. In Summe halten wir daher ein Beta von 1,3 für angemessen, woraus ein Eigenkapitalkostensatz von 10,7 Prozent resultiert.

Erwartungen für 2006

Aufgrund der vorübergehenden Schwächephase im Frühjahr wird Catalis die von uns im letzten Update (06. März) für 2006 unterstellte Umsatzmarke von 11,5 Mio. Euro nicht erreichen. Nun rechnen wir mit 10,8 Mio. Euro und erwarten dabei, dass PMTC ab Oktober konsolidiert wird. Da wir die Margenprognose konstant lassen, wird nach unseren Schätzungen auch der diesjährige Gewinn geringfügig kleiner ausfallen als zunächst unterstellt. Dabei verdeckt die in etwa gleich bleibende Nettorendite, dass sich die Marge ohne die Konsolidierung von PMTC sogar noch besser entwickelt hat, als von uns zuvor unterstellt.

Schätzmodell ohne Akquisitionen

Für die Folgejahre berücksichtigen wir trotz der erklärten Akquisitionsbestrebungen lediglich die organische Entwicklung des Konzerns in seiner heutigen Form. Da das Management bereits bei den vergangenen Übernahmen seine Fähigkeit, geeignete Erwerbsziele zu identifizieren und reibungslos in den Konzern zu integrieren, unter Beweis gestellt hat, dürfte sich aus dieser Festlegung eine deutliche Unterschätzung des möglichen Ertragspotenzials ergeben. Gleichwohl würde die Prognose eines passenden akquisitionsbedingten Expansionspfades die Schätzunsicherheit in einem inakzeptablen Ausmaß erhöhen.

Umsatzerwartung ab 2007

Für 2007 ist allerdings noch externes Wachstum zu berücksichtigen. Durch die erstmalige Konsolidierung von PMTC über volle 12 Monate sollte im nächsten Jahr ein Umsatzsprung auf mindestens 14,0 Mio. Euro möglich sein. Für die Folgejahre rechnen wir ebenfalls mit hohen (bis zu 25 Prozent), aber in großen Schritten abnehmenden Zuwachsraten. Als wichtigste Wachstumstreiber sehen wir dabei vor allem die zunehmende Verbreitung der neuen Filmformate sowie den Vermarktungszyklus für die nächste Generation von Spielkonsolen. Ab 2010 dürften sich diese beiden Effekte beruhigen und durch andere Trends (Mobiltelefone, Onlineabruf von Filmen und Spielen) abgelöst werden. Da diese neuen Märkte noch verteilt werden, unterstellen wir vorsichtshalber, dass die Wachstumsraten von Catalis ohne Akquisitionen in diesem Zeitraum bei ca. 15 Prozent liegen werden. Sollte es dem Unternehmen gelingen, seine Position bei den DVDs auch auf diese Medien zu übertragen, wären jedoch deutlich höhere Zuwächse möglich.

Margenentwicklung

Auch bei unserer Prognose der Nettomarge wählen wir einen vorsichtigen Ansatz und reduzieren sie von dem diesjährigen Stand (27,5 Prozent) kontinuierlich auf 14 Prozent im Jahr 2013. Damit wollen wir vor allem dem sich im Zeitablauf verändernden Umsatzmix Rechnung tragen. Während die diesjährigen Erlöse hauptsächlich in einem Markt generiert werden, in dem Catalis eindeutig dominiert, resultieren die künftigen Wachstumszuwächse aus stärker umkämpften Bereichen. Hinzu kommen Aufwendungen und Investitionen zum Ausbau des Geschäfts, die sich zunächst belastend auf die Margen auswirken dürften. Der deutliche Margen- und Gewinnrückgang im Jahr 2010 ist dem Auslaufen der noch bestehenden Verlustvorräte geschuldet. Ab diesem Zeitpunkt rechnen wir konservativ mit einem durchschnittlichen Steuersatz von 30 Prozent. Zusammengefasst führen unsere Annahmen zu einem modellhaften Geschäftsverlauf, wie er sich in der nachfolgenden Tabelle darstellt.

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Nettoerträge (Mio. EUR)	10,8	14,0	17,6	21,1	24,2	27,9	32,0	36,8
Wachstum		30%	25%	20%	15%	15%	15%	15%
Nettorendite	27,6%	26,6%	25,9%	23,4%	16,8%	15,4%	14,0%	14,0%
Gewinn (Mio. EUR)	2,98	3,73	4,55	4,93	4,07	4,29	4,48	5,16
Gewinnwachstum		26%	22%	8%	-17%	5%	5%	15%

Fairer Wert 2,10 Euro je Aktie

Auf Basis dieser Kalkulation und unter Zugrundelegung einer anschließenden „ewigen“ Ertragswachstumsrate von 3 Prozent ergibt sich ein fairer Wert von 56,5 Mio. Euro. Voll verwässert, das heißt unter Hinzurechnung von maximal 3,93 Mio. zusätzlichen Aktien aus der Emission einer Wandelanleihe im letzten Jahr, entspricht das einem Zielkurs von 2,10 Euro je Aktie. Gegenüber der aktuellen Notierung konstatieren wir somit ein Aufwärtspotenzial von fast 83 Prozent.

*Unser Anlageurteil:
„Kaufen“*

Catalis hat sich innerhalb kürzester Zeit eine dominierende Stellung im Markt für die Qualitätssicherung von Film-DVDs erarbeitet und dabei eine beeindruckende Profitabilität erreicht. Durch den Formatwechsel auf HD DVD und /oder Blu Ray dürfte die Erfolgsgeschichte im Kerngeschäft trotz der derzeitigen Verzögerungen weiter gehen. Gleichwohl bemüht sich das Unternehmen schon heute um die Erschließung weiterer Einnahmenquellen, von denen die Qualitätskontrolle in der Entwicklung von Videospielen wohl die aussichtsreichste sein dürfte. Langfristig strebt die Gesellschaft an, zu einem führenden Dienstleister für die Hersteller digitaler Unterhaltungsangebote aller Art zu werden. Auf dem Weg dorthin wird Catalis nicht um Akquisitionen herum kommen. Da die Unternehmensführung aber bereits in der Vergangenheit bewiesen hat, dass sie die damit verbundenen Herausforderungen meistern kann, dürften die Risiken der Akquisitionspolitik beherrschbar bleiben. Vor dem Hintergrund des fundamental überzeugenden Eindrucks und auf Basis der von unserem Bewertungsmodell konstatierten Unterbewertung bekräftigen wir unsere bisherige Einschätzung und vergeben weiterhin das Urteil „Kaufen“.

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 dienen 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 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 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:

<u>Datum der Veröffentlichung</u>	<u>Kurs bei Veröffentlichung</u>	<u>Anlageurteil</u>
06.03.06	1,46 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 Studierstellung 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) 4)

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.