

## Catalis N.V.

### Zusammenfassung

- **Dreistelliges Wachstum:** In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres hat Catalis den Umsatz um 234 Prozent gesteigert. Einen wichtigen Anteil daran hatte die Übernahme des Spielentwicklers Kuju, der zuletzt für 55 Prozent der Konzern Erlöse verantwortlich war. Für 2008 rechnen wir mit einem weiteren organischen Wachstum von 17 Prozent.
- **Deutlicher EBIT-Anstieg:** Mit rund 60 Prozent ist das EBIT ebenfalls kräftig gestiegen. Bedingt unter anderem durch einen veränderten Umsatzmix blieb die Dynamik allerdings hinter dem Umsatzwachstum zurück.
- **Weitere Akquisition:** Im Rahmen der eingeschlagenen Expansionsstrategie wurde zuletzt ein Letter of Intent zur Übernahme eines amerikanischen Testdienstleisters für Spiele unterzeichnet. Ein erfolgreicher Abschluss der Transaktion würde die Position der Gruppe in den USA erheblich stärken.
- **Drastische Unterbewertung:** Aufgrund der überraschend starken Wachstumsdynamik heben wir das Kursziel auf 2,65 Euro an. Dies bedeutet für die Aktie ein Aufwärtspotenzial von fast 150 Prozent.

## Kaufen (unverändert)

**Aktueller Kurs** 1,07 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	28,8 Mio. Euro
Free Float	ca. 82,9 %



Quelle: Market Maker

Hoch / Tief (12 Monate)	1,50 Euro / 0,85 Euro
Performance (12 Monate)	-9,3 %
Ø-Umsatz (30 Tage)	ca. 68 Tsd. Euro / Tag

	2005	2006	2007e	2008e
<b>Umsatz (Mio. Euro)</b>	<b>7,9</b>	<b>11,1</b>	<b>34,0</b>	<b>39,8</b>
Umsatzwachstum		40,5%	206,3%	17,0%
<b>EpS (Euro)*</b>	<b>0,07</b>	<b>0,11</b>	<b>0,16</b>	<b>0,18</b>
Gewinnwachstum		50,3%	47,3%	13,9%
Dividende je Aktie	-	-	-	-
<b>KGV</b>	<b>15,2</b>	<b>10,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>
<b>KUV</b>	<b>3,64</b>	<b>2,59</b>	<b>0,85</b>	<b>0,72</b>
Dividendenrendite	-	-	-	-

\*alle Jahre einheitlich mit 26,9 Mio. Aktien

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Dreistelliges Umsatzwachstum

In den ersten neun Monaten des aktuellen Geschäftsjahres hat Catalis nach vorläufigen Zahlen 26,4 Mio. Euro umgesetzt und lag damit 234 Prozent über dem vergleichbaren Vorjahreswert. Ein Großteil dieses Zuwachses resultiert aus der Erstkonsolidierung des im März übernommenen britischen Spieleentwicklers Kuju, der mit 15,8 Mio. Euro knapp 60 Prozent der gemeldeten Erlöse beige-steuert hat. Ohne diesen Effekt belief sich das Wachstum auf 34 Prozent, wobei auch hier die Vergleichsbasis nicht unverzerrt ist. Dies liegt an der im August letzten Jahres vollzogenen Akquisition des belgischen Spieletesters PMTC, dessen Umsätze dementsprechend nur in zwei Monaten des letztjährigen 9-Monatszeitraums konsolidiert wurden. Insofern lag das rein organische Wachstum bei etwas über 10 Prozent und damit innerhalb der kommunizierten Vorgabe, organisch mit 10 bis 20 Prozent p.a. zu expandieren.

(Mio. Euro)	9 Monate 2006	9 Monate 2007	Änderung
Umsatz	7,90	26,40	234,1%
EBIT	2,50	4,00	60,0%
EBIT-Marge	31,3%	15,5%	

Geschäftsentwicklung von Catalis; Quelle: Catalis

### Starkes drittes Quartal

Die Konsolidierung von Kuju hat sich allerdings auch dämpfend auf die konzernweite Marge ausgewirkt, was nicht zuletzt in dem deutlich unterproportionalen Anstieg des EBIT sichtbar wird. Dieses legte im Vorjahresvergleich „lediglich“ um 60 Prozent zu, von 2,5 auf 4,0 Mio. Euro. Der Beitrag von Kuju betrug dabei 2 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Segmentmarge von 12,7 Prozent. Darüber hinaus hat aber auch die Profitabilität im Kerngeschäft etwas nachgelassen. Insbesondere in den ersten Quartalen lag die EBIT-Marge der Testdienstleistungssparte deutlich, teilweise um 50 Prozent, unter den jeweiligen Vorjahreswerten. Eine erhebliche Verbesserung konnte aber in den Sommermonaten erzielt werden. Zwischen Juli und September betrug das Segmentergebnis vor Steuern und Zinsen 1,3 Mio. Euro, was angesichts des damit korrespondierenden Umsatzes von 4,3 Mio. Euro einer EBIT-Rendite von 30 Prozent entsprach – ein Wert, wie man ihn aus früheren Catalis-Berichten kennt. Zusammen mit dem wieder auf 45 Prozent gestiegenen Anteil des Testgeschäfts am Konzernumsatz erhöhte sich auch die gruppenweite EBIT-Marge auf fast 22 Prozent.

### Rechtsformwechsel angekündigt

Neben dem insgesamt zufriedenstellend verlaufenden operativen Geschäft hat Catalis weitere strategische Weichenstellungen vorgenommen. So wurde beschlossen, die Rechtsform stärker dem internationalen Charakter des Konzerns anzupassen und deswegen, eine Zustimmung der Hauptversammlung vorausgesetzt, die Muttergesellschaft in eine Societas Europea (SE), die so genannte „Europa-AG“, umzuwandeln. Die wichtigste Folge dieser Änderung ist die verein-

fachte Führungsstruktur, die an Stelle der bisherigen Konstruktion mit einem operativ handelnden Vorstand und einem Aufsichtsorgan nun ein einziges Gremium, das Management Board, vorsieht. Darüber hinaus sollen für die beiden Geschäftsbereiche Testdienstleistungen und Spieleentwicklung nun Zwischenholdings etabliert werden, mit denen vor allem die Integration künftiger Akquisitionen erleichtert werden soll. Schließlich wurde auch die Kapitalstruktur vereinfacht, indem die ausstehende Wandelanleihe vollständig in Aktien getauscht wurde, so dass sich die Anzahl der ausgegebenen Anteilsscheine nun auf 26,9 Mio. Stück erhöht hat.

### *US-Akquisition steht unmittelbar bevor*

Ein Aspekt der angekündigten Akquisitionsstrategie wurde letzte Woche konkretisiert, als Catalis die Unterzeichnung einer Absichtserklärung zur vollständigen Übernahme von GameInstinct bekannt gab, einem in Seattle ansässigen Anbieter von Testdienstleistungen von Videospiele. GameInstinct hat sich als ein Full-Service-Anbieter für sämtliche Dienstleistungen rund um die Qualitätssicherung von Spielen positioniert und wird damit nach Angaben von Catalis im laufenden Jahr einen Umsatz von 1,6 Mio. US-Dollar und ein positives Ergebnis erzielen. Catalis, das seit der Übernahme von PMTC bereits zu den drei größten Spieletestern in Europa gehört, würde mit dieser Transaktion sein Kundenportfolio sowie die regionale Präsenz ideal ergänzen und deutlich ausbauen. Der endgültige Abschluss der Übernahme hängt allerdings noch vom zufrieden stellenden Ausgang einer Due Diligence ab und ist daher nicht mehr in 2007 zu erwarten.

## **Ausblick**

### *Umsatzprognosen erhöht*

Mit der Bekanntgabe der starken Zahlen zum dritten Quartal hat das Management seine Prognose für das Gesamtjahr angehoben. Statt wie bisher 30 Mio. Euro sollen nun 33,5 bis 35 Mio. Euro Erlöst werden, bei einem EBIT von 4,7 bis 4,9 Mio. Euro und einem Vorsteuerergebnis von 3,9 bis 4,2 Mio. Euro. Vor dem Hintergrund der bereits nach 9 Monaten erreichten Werte bedeuten diese Ziele, dass im Schlussquartal mit einem Umsatz von maximal 8,6 Mio. Euro und einem EBIT von 0,9 Mio. Euro zu rechnen ist. Zieht man zusätzlich die unternehmensseitig kommunizierten Vorgaben für das organische Wachstum heran (10 bis 20 Prozent), lässt sich auf dieser Basis für 2008 ein Umsatzziel von minimal 36,5 und maximal 42 Mio. Euro ableiten.

### *Perspektiven intakt*

Aufgrund der hervorragenden Aufstellung der Catalis-Gruppe ist die untere Grenze sicherlich zu niedrig angesetzt. Das Unternehmen nimmt in den adressierten Märkten durchgehend Spitzenpositionen ein (Marktführer beim Testen von Film-DVDs, europäische Nummer drei beim Testen von Spielen und Lernsoftware, drittgrößter europäischer unabhängiger Spieleentwickler) und hat

bereits in der Vergangenheit beiwesen, dass es deutlich schneller als der Durchschnitt expandieren kann. Auch werden aktuell mehrere Projekte lanciert, mit denen sowohl der Marktzugang als auch die Profitabilität verbessert werden sollen. Dazu gehören der geplante Aufbau eines Entwicklungsstudios in den USA (Kundennähe) und in Polen (Kostenvorteile), Etablierung neuer Label im Spielbereich und die Optimierung von Kostenstrukturen.

#### *Weitere Akquisitionen zu erwarten*

Auf mittlere Frist sind zudem weitere Übernahmen zu erwarten, mit denen das Management nach eigener Aussage sowohl das Leistungsspektrum abrunden als auch die Marktpositionen in bestehenden Tätigkeitsbereichen stärken will. So werden derzeit mehrere potenzielle Übernahmeziele geprüft, mit denen beispielsweise die Niedriglohnkapazitäten in Asien aufgebaut werden sollen. Darüber hinaus stehen aber auch Anbieter von Dienstleistungen rund um die Spieleproduktion im Fokus, wie z.B. Spezialisten für die Plattformportierung der Spiele oder für deren Adaption an regionale oder nationale Anforderungen. Die zuletzt angekündigte geplante Übernahme von GameInstinct passt sehr gut in dieses Konzept und würde die Aufstellung des Konzerns in dem wachsenden und lukrativen Markt für das Testen von Videospiele deutlich verbessern. Solange jedoch weder der Vollzug gemeldet noch die mit der Transaktion eventuell verbundenen Änderungen der Kapitalbasis bekannt sind, verzichten wir auf eine Berücksichtigung des Deals in unseren Schätzungen.

#### *Prognosemodell aktualisiert*

Nichtsdestotrotz gibt die operative Performance Anlass genug, um unsere Schätzungen zu modifizieren. Das betrifft in erster Linie das starke Umsatzwachstum, das wir bislang unterschätzt haben und das wir nun für das laufende Jahr auf 206 Prozent anheben. Unser Umsatzziel liegt demnach bei 34 Mio. Euro. Aufgrund der höheren Basis reduzieren wir dafür die Wachstumserwartung für 2008, wobei der kombinierte Effekt immer noch eine Anhebung der absoluten Umsatzreihe ergibt. Demgegenüber hat uns die Margenentwicklung etwas enttäuscht, worauf wir mit einer Absenkung der unterstellten Umsatzrenditen reagieren. Im dritten Quartal hat Catalis im Testdienstleistungsgeschäft zwar wieder an die letztjährigen Profitabilitätswerte anknüpfen können, doch bedingt der für uns unerwartet hohe Anteil der margenärmeren Kuju-Erlöse eine rechnerische Reduktion der konzernweiten Rentabilität. Auch impliziert die unternehmensseitige EBIT-Projektion für das vierte Quartal eine überraschend schwache Marge von lediglich 10 Prozent, die zwar lediglich Ausdruck einer zurückhaltenden Kommunikation sein könnte, die aber vor dem Hintergrund der Schwächephase im Frühjahr in Investorenkreisen für Verunsicherung gesorgt hatte. In Summe halten wir deswegen die Margenannahmen, wie sie in der nachfolgenden Tabelle dargestellt sind, nun für realistischer.

Geschäftsjahr (endet 31.12.)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Nettoerträge (Mio. EUR)</b>	<b>34,0</b>	<b>39,8</b>	<b>46,5</b>	<b>54,0</b>	<b>61,5</b>	<b>68,9</b>	<b>75,8</b>	<b>83,4</b>
Wachstum		17%	17%	16%	14%	12%	10%	10%
Nettorendite	12,4%	12,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	9,8%	9,0%
<b>Gewinn (Mio. EUR)</b>	<b>4,20</b>	<b>4,78</b>	<b>4,89</b>	<b>5,67</b>	<b>6,46</b>	<b>7,24</b>	<b>7,39</b>	<b>7,51</b>
Gewinnwachstum		14%	2%	16%	14%	12%	2%	2%

**Fairer Wert 2,65 Euro je Aktie**

Die vorgenommenen Änderungen führen zu einer Anhebung unseres Kursziels auf 2,65 Euro. Dazu beigetragen hat aber auch die zwischenzeitlich gesunkene Umlaufrendite der deutschen Staatsanleihen, wodurch sich unser Diskontierungszinssatz auf 11,5 Prozent ermäßigt hat. Die durch die getauschte Wandelanleihe erhöhte Aktienzahl bleibt hingegen ohne Auswirkungen, weil wir diesen Verwässerungseffekt bereits in unseren bisherigen Berechnungen vorweggenommen haben. Angesichts des zwischenzeitlichen Kursrückgangs hat sich damit das von uns ermittelte Kurspotenzial für die Catalis-Aktie auf nunmehr 148 Prozent erhöht.

**Unser Anlageurteil: „Kaufen“**

In den ersten neun Monaten des laufenden Jahres hat Catalis die Wachstumsdynamik der Vorjahre aufrechterhalten können und den Umsatz um 243 Prozent gesteigert. Den größten Anteil daran hatte die Konsolidierung der Neuerwerbung Kuju, mit der die Gruppe ihr Leistungsprofil auf die Entwicklung von Videospiele sowie auf angrenzende Dienstleistungen erweitert hat. Unter der Führung des Catalis-Managements hat das noch im letzten Jahr defizitäre Unternehmen in der Berichtsperiode nicht nur 60 Prozent der Konzern Erlöse, sondern auch ein positives EBIT von 2 Mio. Euro erwirtschaftet. Etwas getrübt wird das Bild allerdings vom Margenrückgang in dem bisher außergewöhnlich profitablen Kerngeschäft, der trotz der deutlichen Verbesserung im dritten Quartal für Verunsicherung am Markt gesorgt hat. Auch wir haben in Reaktion darauf unsere Renditeannahmen etwas reduziert. Da gleichzeitig aber die Wachstumsdynamik über unseren Erwartungen gelegen hat, hat sich unser Kursziel weiter erhöht. In Summe sind wir von dem Unternehmen nach wie vor überzeugt und sehen seine weitere Entwicklung optimistisch. Auch die zuletzt angekündigte Übernahme des amerikanischen Testdienstleisters GameInstinct bestätigt die Konsequenz, mit der die angekündigte Expansionsstrategie verfolgt wird. Daher bekräftigen wir das bisherige Kaufurteil mit dem neuen Kursziel von 2,65 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

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

Internet: <http://www.performaxx.de>  
E-Mail: [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

### Haftungsausschluss

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 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
18.04.07	1,30 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 von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.