

Catalis

Reuters: AECO.DE

Bloomberg: XAE:GR

Rating: Buy

Risiko: Hoch

Kurs: EUR 0,09

Kursziel: EUR 0,22

Vor dem Turnaround ... attraktive Bewertung

Technologieführer bei Testen und Entwickeln

Catalis ist mit 324 Mitarbeitern ein führender Outsourcing-Dienstleister für die globale Medienindustrie. Über die beiden 100%igen Beteiligungen Testronic Laboratories und Kuju Entertainment bietet Catalis Film-, Videospiel-, Hard- und Softwareunternehmen Qualitätssicherungs- und Entwicklungsdienstleistungen an. Durch diese Positionierung auf zwei Standbeine können Synergieeffekte genutzt und gegenläufige Branchenzyklen geglättet werden. Insbesondere auf die zunehmende Konvergenz der Medien, von DVD/Blu-ray, Videospielen und E-Learning hat sich Catalis durch diese Aufstellung weltweit einzigartig positioniert.

Breit gefächertes Kundenportefeuille bester Bonität

Kunden der Catalis umfassen das „Who is Who“ der globalen Medienindustrie, von Hollywood-Majors und ausgewählten Nischenstudios über die klassischen Hersteller von Unterhaltungselektronik bis zu den führenden Videospieldevelopern. Die Geschäftsbeziehungen sind langfristig ausgerichtet, Bonitätsrisiken bestehen nach unserer Einschätzung kaum.

Neues Management mit hoher Sanierungskompetenz

Das neue exekutive Management hat einen exzellenten Track record in der Sanierung und Neuaufstellung von Unternehmen. Zwischen den Geschäftsmodellen von Advanced Inflight Alliance, der vom neuen Exekutivmanagement in den vergangenen zehn Jahren sanierten und zum Weltmarktführer für Onboard-Unterhaltung entwickelten Gesellschaft, und Catalis bestehen frappierende Ähnlichkeiten: Beide Unternehmen sind marktführend im Bereich des Testens und der Qualitätssicherung digitaler Medienträger, beide sind erfolgreiche Entwickler von Videospielen. Damit sind gute Voraussetzungen für ein Gelingen des Turnarounds gegeben.

Ertragslage dürfte sich deutlich verbessern

Im vergangenen Geschäftsjahr wurden Erlöse von EUR 26,4 Mio. bei einem operativen Ergebnis von EUR -3,5 Mio. erwirtschaftet. Nach der Dekonsolidierung der chronisch defizitären Doublesix Digital Publishing (DDP) wurde für das laufende Jahr die Rückkehr in die operative Gewinnzone in Aussicht gestellt. Wir rechnen mit Umsätzen von EUR 30,2 Mio. (+14,4% YoY) und einem operativen Ergebnis von EUR 1,0 Mio. (EBIT-Marge 3,3%).

Aufnahme der Coverage mit Buy, PT EUR 0,22

Unser Kursziel von EUR 0,22 je Aktie ist das Ergebnis eines dreistufigen standardisierten DCF-Modells. Gegenüber dem letzten Schlusskurs von EUR 0,09 je Aktie ergibt sich auf Sicht von zwölf Monaten ein Kurspotenzial von rund 144%. Wir nehmen die Catalis-Aktie mit einem Buy-Rating in unsere Research Coverage auf.

Risiken

Risiken sehen wir insbesondere aus (1) der Verletzung von Financial Covenants bestehender Bankverbindlichkeiten, (2) der schwachen operativen Ertragsperformance der Vorjahre, (3) der hohen Wettbewerbsintensität im Markt für Spieleentwicklung.

WKN/ISIN: 927093 / NL0000233625

Indizes: -

Transparenzlevel: General Standard

Gewichtete Anzahl Aktien: 58,9 Mio.

Marktkapitalisierung: EUR 5,3 Mio.

Handelsvolumen/Tag: 300.000

Veröffentlichung H1/2012: Ende August 2012

EUR Mio. (31/12)	2010	2011	2012e	2013e
Umsatz	25,8	26,4	30,2	35,3
EBITDA	-0,3	-1,1	1,9	2,6
EBIT	-1,7	-3,5	1,0	2,0
EBT	-2,6	-3,8	0,6	1,8
EAT	-2,4	-7,4	0,6	1,7

% vom Umsatz	2010	2011	2012e	2013e
EBITDA	-1,3%	-4,1%	6,3%	7,4%
EBIT	-6,6%	-13,4%	3,3%	5,7%
EBT	-10,0%	-14,4%	1,9%	5,1%
EAT	-9,2%	-28,1%	1,9%	4,9%

Je Aktie/EUR	2010	2011	2012e	2013e
EPS	-0,06	-0,17	0,01	0,03
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00
Buchwert	0,41	0,25	0,19	0,22
Cashflow	0,02	-0,05	0,02	0,05

%	2010	2011	2012e	2013e
EK-Quote	45,6%	29,3%	33,8%	39,3%
Gearing	0,8%	2,6%	2,4%	2,0%

x	2010	2011	2012e	2013e
KGV	n/a	n/a	9,4	3,0
EV/Umsatz	0,65	0,72	0,45	0,33
EV/EBIT	n/a	n/a	13,9	5,7
KBV	0,8	1,3	0,7	0,5

EUR Mio.	2012e	2013e
Guidance: Umsatz	28,0-30,0	-
Guidance: EBIT	0,8-1,2	-



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Susanne Hasler, Equity Analyst

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 24 60 52 66

susanne.hasler@sphene-capital.de

Peter Thilo Hasler, CEFA

+ 49 (89) 744 35 58 / +49 (176) 62 11 87 36

peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	2
Executive Summary	3
Business Profile	4
Aktienperformance und -volatilität	5
Valuation	6
Bewertung	7
Testen und Entwickeln	11
Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken	20
Markt und Wettbewerbsanalyse	23
Performance der Aktie	30
Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen	32
Gewinn- und Verlustrechnung	37
Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)	38
Bilanz	39
Bilanz (Normalisierte Fassung)	40
Cashflow-Statement	41
Segmente	42
DCF-Modell	43
Auf einen Blick	44

Bitte beachten Sie, dass jedes Kapitel mit einem umfangreichen Executive Summary beginnt.

Executive Summary

Technologieführer in Qualitätssicherung und Videospielementwicklung

Catalis besteht aus zwei Kerngeschäftsfeldern: (1) Testronic ist ein weltweit führender Outsourcing-Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für die Videospiele-, Home Entertainment-, Soft- und Hardwareindustrie. Das Dienstleistungsspektrum umfasst Funktionalitäts-, Kompatibilitäts-, Sicherheits-, Lokalisierungs- und Usability-Tests sowie Gerätezertifizierungen, die entweder von einem der fünf Standorte der Gesellschaft oder vor Ort beim Kunden angeboten werden. (2) Mit drei Studios in Großbritannien und Tschechien ist Kuju einer der führenden unabhängigen Spieleentwickler Europas. Kuju entwickelt und vermarktet die Spiele nicht unter eigenem Namen, sondern ist ausschließlich als „verlängerte Werkbank“ im Auftrag großer Spieleentwickler aktiv (sog. „Work-for-Hire“).

Neues Executive-Board mit erwiesener Sanierungskompetenz

Das neue exekutive Management Otto Dauer und Peter Biewald, zwei frühere Vorstände der Advanced Inflight Alliance, sowie der neue CEO Dominic Wheatley, hat einen exzellenten Track record in der Sanierung und Neuaufstellung von Unternehmen. Aus unserer Sicht bestehen zwischen den Geschäftsmodellen von Advanced Inflight Alliance und Catalis große Ähnlichkeiten: Beide Unternehmen sind marktführend im Bereich des Testens und der Qualitätssicherung digitaler Medienträger, beide sind erfolgreiche Entwickler von Videospiele. Daher sollte eine Wiederholung der Erfolgsstory durch die neuen Vorstände durchaus möglich sein. Nach der Dekonsolidierung der chronisch defizitären Doublesix Digital Publishing (DDP) wurde für das laufende Jahr die Rückkehr in die operative Gewinnzone in Aussicht gestellt.

Nach Dekonsolidierung von DDP positive Ertragsentwicklung erwartet

In den vergangenen drei Jahren war DDP für einen Großteil der operativen Verluste verantwortlich. Nach der Dekonsolidierung und der Fokussierung auf Testronic und Kuju dürfte sich die Ertragslage von Catalis substantiell verbessern. Unsere 2012er Prognosen von EUR 30,2 Mio. (+14,4% YoY) beim Umsatz und von EUR 1,0 Mio. (EBIT-Marge 3,3%) beim operativen Ergebnis liegen im Rahmen der Management-Guidance. Für 2013e rechnen wir mit Erlösen von EUR 35,3 Mio. (+16,7% YoY) und einem EBIT von EUR 2,0 Mio. (entsprechend 5,7% EBIT-Marge). Das Ergebnis je Aktie dürfte sich von EUR 0,01 in 2012e auf EUR 0,03 in 2013e verdreifachen.

Aufnahme der Coverage mit Buy, Kursziel EUR 0,22

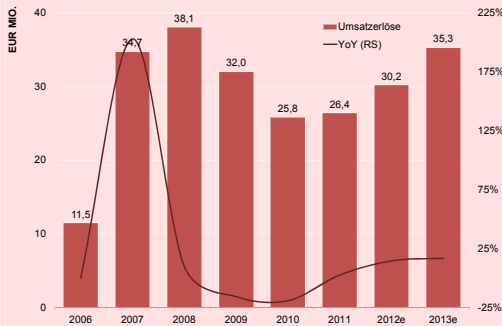
Wir bewerten die Catalis-Aktie anhand eines dreistufigen DCF-Modells. Die Dekonsolidierung von DDP sollte in den kommenden Jahren überdurchschnittliche Ertragswachstumsraten ermöglichen, während der Grobplanungsphase haben wir ein EBIT-CAGR von 8,8% und im TV eine durchschnittliche Wachstumsrate der FCF von 1,7% veranschlagt. Die WACC betragen zu Beginn 13,7% und im TV 9,7%. Gemessen am aktuellen Kurs von EUR 0,09 beträgt das Kurspotential rund 144%, bei Erreichen des Kursziels von EUR 0,22 wäre die Aktie mit 9,6x EV/EBIT 2013e (aktuell 5,2x) und 7,4x KGV (aktuell 2,4x) 2013e bewertet.

Schwächen und Risiken

Für das Erreichen unseres Kurszieles sehen wir folgende Risiken: (1) Zwischen 2009 und 2011 musste Catalis operative Verluste in Höhe von EUR -6,7 Mio. hinnehmen, zu deren Deckung mehrere Kapitalmaßnahmen erforderlich waren. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch im laufenden Jahr nochmals Kapiterhöhungen erforderlich sein könnten. (2) Bereits über mehrere Jahre hat Catalis Financial Covenants ihrer Bankkredite verletzt. Seither sind die Bankverbindlichkeiten als kurzfristig klassifiziert. Es ist u. E. ausgeschlossen, dass Catalis eine sofortige Zahlungsaufforderung seitens der Bank erfüllen könnte. (3) Die Wettbewerbsintensität unter den Third Party-Entwicklern ist intensiv, und auch die internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, den Kunden von Kuju, stellen für Kuju eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals dar.

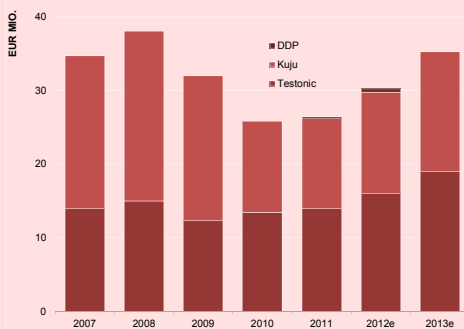
Business Profile

UMSATZ UND UMSATZWACHSTUM



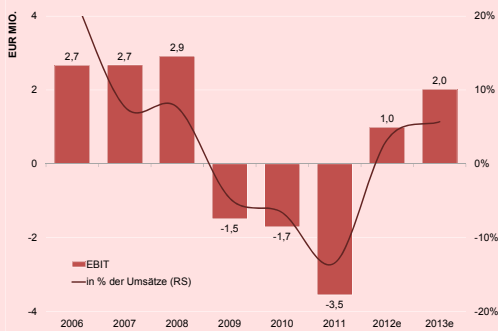
Wir erwarten für die kommenden beiden Jahre ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 15,5%.

UMSATZ NACH SEGMENTEN



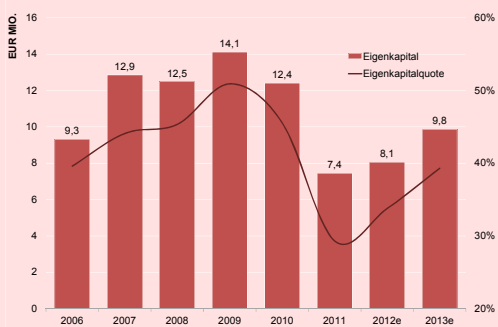
Testronic wird mit einer CAGR 2011-13e von 16,6% leicht höhere durchschnittliche Wachstumsraten aufweisen als Kuju mit 15,2%.

EBIT UND EBIT-MARGE



Nach drei Verlustjahren in Folge wird Catalis im laufenden Jahr wieder in die Gewinnzone zurückkehren. Die EBIT-Guidance von EUR 0,8-1,2 Mio. halten wir für erreichbar.

EIGENKAPITAL UND EIGENKAPITALQUOTE



Die Eigenkapitalquote hat im vergangenen Jahr trotz mehrerer Kapitalmaßnahmen mit 29,3% erstmals die 30%-Marke unterschritten. Wir erwarten, dass sie in den kommenden beiden Jahren auf dann 39,3% ansteigen wird.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

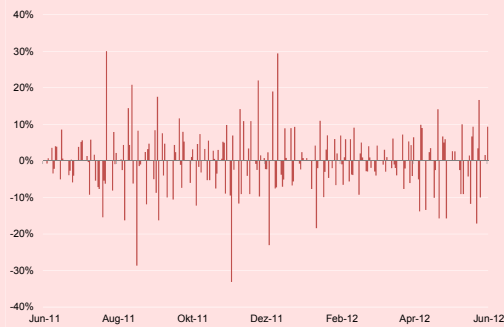
Aktienperformance und -volatilität

CATALIS VS. DAX



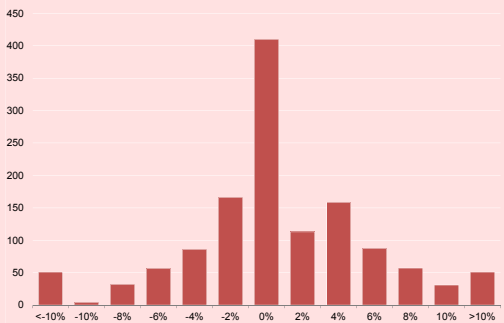
Der Aktienkurs bewegte sich in den vergangenen beiden Jahren nur in eine Richtung: Nach unten.

VOLATILITÄT



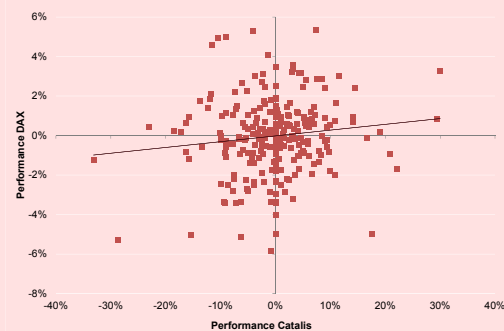
Der Chart zeigt die relativ hohe Volatilität der Aktie. Die Tagesschwankungen reichen bis in mittlere zweistellige Prozentsätze hinein. Zu beachten ist das relativ geringe Handelsvolumen der Aktie, das unter dem für eine Free Float-Marktkapitalisierung dieser Größe erwarteten Volumen liegt.

VERTEILUNG DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM



Der Chart zeigt eine relativ breite Streuung der der Tagesschwankungen um den Nullpunkt. Selbst Werte von unter -10% bzw. über +10% sind zu beobachten.

GESCHÄTZTES BETA DER TÄGLICHEN RENDITEN, LTM

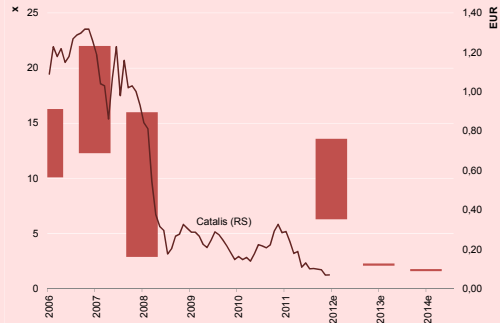


Es besteht eine leichte positive Korrelation zwischen der Catalis-Aktie und dem DAX.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

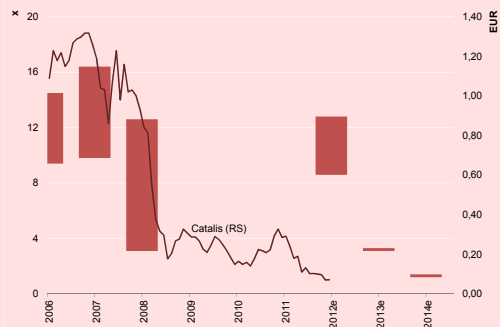
Valuation

TRAILING P/E



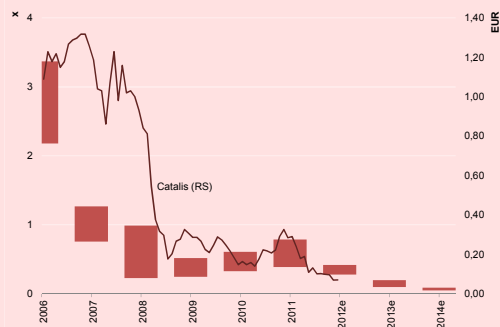
Auf der Basis des letzten Schlusskurses und unserer Schätzungen für 2012e und 2013e ist die Aktie derzeit mit einem KGV von 7,3x bzw. 2,4x bewertet.

TRAILING EV/EBIT



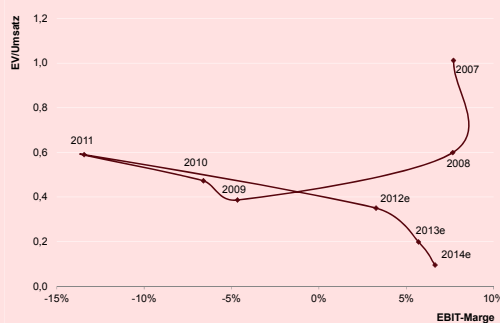
EV/EBIT geht nach unseren Schätzungen von 12.7x in 2012e auf 5,2x in 2013e zurück.

TRAILING EV/UMSATZ



Das EV/Umsatz Multiple wird sich nach unseren Schätzungen von derzeit 0,41x in 2012e auf 0,29x in 2013e zurückbilden.

EV/Umsatz und EBIT Marge



Für die kommenden beiden Jahre rechnen wir mit einem deutlichen Margenanstieg, der sich noch nicht in einer Multiple-Expansion niedergeschlagen hat.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bewertung

In Ermangelung aussagekräftiger Peers bewerten wir die Catalis-Aktie ausschließlich anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells. Nach der Dekonsolidierung der verlustträchtigen DDP wird Catalis nach unserer Einschätzung in den kommenden drei Jahren der Detailplanungsphase attraktive und stetig steigende Free Cashflows erwirtschaften: Für den Zeitraum 2012e-14e rechnen wir mit einem Durchschnittswert in Höhe von EUR 1,6 Mio. pro Jahr Während der Grobplanungsphase, die 2022e endet, haben wir ein CAGR der Freien Cashflows von 4,7% angenommen, die durchschnittliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value haben wir mit 1,7% veranschlagt, was den aktuellen risikolosen Zinsen in Form langlaufender Bundesanleihen entspricht. In einem Bear-Case bzw. einem Bull-Case-Szenario haben wir alternative Umsatzszenarien zugrunde gelegt.

Unser DCF-Modell ergibt im Base-Case-Szenario ein Kursziel von EUR 0,22 je Aktie.

Wir bewerten Catalis anhand eines standardisierten dreistufigen DCF-Modells

Grob gesprochen kann das Geschäftsmodell von Catalis als „asset light“ und personalintensiv bezeichnet werden. Der Kapitalbedarf in Sachanlagen wie in laufendes Working Capital ist vernachlässigbar. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer hohen Cash Conversion Rate. In Verbindung mit der Turnaround-Situation der Gesellschaft ist ein langfristig angelegtes DCF-Modell das geeignete Bewertungsverfahren für Catalis.

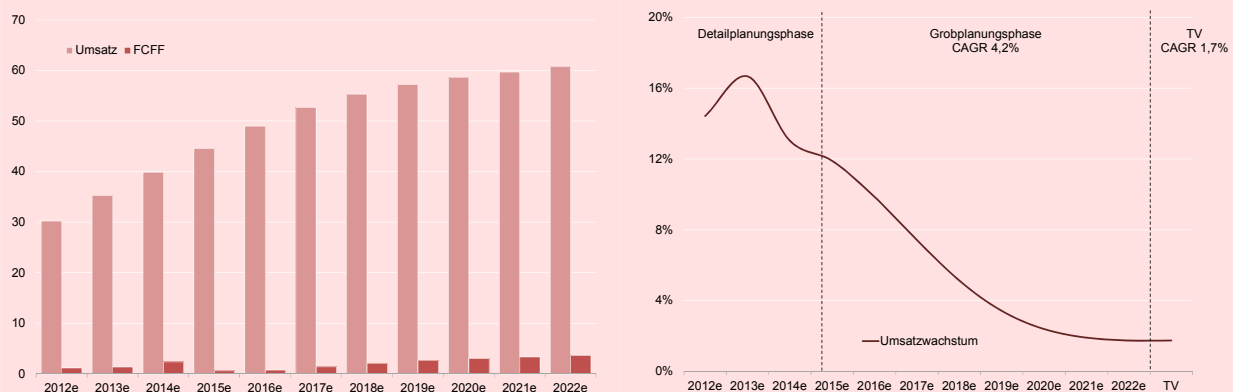
Catalis ist nach der Trennung von DDP ein Pure Play Outsourcing-Dienstleister. Mit der organisatorischen Neuaufstellung wurden die Strukturen für eine gezielte organische Wachstumsoffensive optimiert. Wir gehen davon aus, dass es dem neuen Catalis-Management im oligopolistisch geprägten Markt für Qualitätssicherung, in dem die Kundenbeziehungen sehr langfristig ausgelegt sind, besser gelingen wird, seine Mitarbeiter auszulasten als unter dem vormaligen Management. Ebenfalls sollte Catalis auf der Grundlage ihrer vielfältigen Alleinstellungsmerkmale neue Dienstleistungen zum Beispiel E-Books und Videospiele besser vermarkten als kleinere Nischenanbieter, was unmittelbare Auswirkungen auf die Profitabilität haben wird.

Basisannahmen für das DCF-Modell

In unserem standardisierten dreistufigen DCF-Modell legen wir zunächst unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen für Catalis bis zum Jahr 2014e zugrunde. Darin erwarten wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum in Höhe von 14,7%. Diese münden in eine Grobplanungsphase, die 2022e endet und in der wir ein CAGR von 4,2% veranschlagt haben.

Bis 2014e liegen dem Modell unsere detaillierten GuV- und Bilanzplanungen zugrunde. Diese münden in eine zweite Grobplanungsphase, die 2022e endet.

ABBILDUNG 1: UMSATZ UND FCFF (LS), UMSATZWACHSTUM (RS)



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Während der Grobplanungsphase haben wir ferner unterstellt, dass sich die wichtigen Performance-Kennzahlen einem langfristig durchsetzbaren Niveau annähern.

Für unser DCF-Modell unterstellen wir:

- ✦ dass sich die EBIT-Margen von 3,3% in 2012e auf 9,8% in 2022e sukzessive erhöhen. Für den anschließend beginnenden Terminal Value haben wir eine operative Marge von 10,0% unterstellt.
- ✦ dass sich der Grenzsteuersatz über den gesamten Planungszeitraum auf einem einheitlichen Niveau von 30,0% bewegt.
- ✦ eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der FCF im Terminal Value von 1,7%, was dem aktuellen risikolosen Zinssatz einer zehnjährigen Bundesanleihe entspricht.
- ✦ ein Fundamental-beta von 3,0, das sich aus folgenden Faktoren ableitet:

TABELLE 1: ABLEITUNG DES FUNDAMENTAL BETA

Diversifizierungsgrad	0,20
Wettbewerbsintensität	0,30
Reife des Geschäftsmodells	0,10
Regulatorische Risiken	0,10
Finanzielle Risiken	1,00
Risiken der Unternehmensprognose	0,30
Markt-beta	1,00
Beta	3,00

QUELLE: SPHENE CAPITAL

- ✦ einen stabilen Kapitalumschlag von 300% über den gesamten Planungshorizont.
- ✦ dass Catalis im Terminal Value Kapitalkosten haben wird, die sich von denen anderer reifer Unternehmen nicht unterscheiden; demzufolge unterstellen wir einen Rückgang der WACC von derzeit 13,9% (rf 1,7%, implizite ERP von 4,6%, DRP 6,0%, Zielkapitalstruktur ~85%/15%) auf dann 9,7%.

TABELLE 2: WACC, 2012e

Kosten des Eigenkapitals		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,7%
Beta		3,0
Implizit erwartete Risikoprämie	%	4,6%
Kosten des Eigenkapitals	%	15,5%
<i>Angestrebte Zielkapitalstruktur</i>	%	83,8%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Eigenkapitals	%	13,0%
Kosten der zinstragenden Verschuldung		
Risikoloser Zinssatz einer 10-Jahres Bundesanleihe	%	1,7%
Risikoaufschlag Fremdkapital	%	6,0%
Kosten des verzinslichen Fremdkapitals	%	7,7%
Steuerquote (normalisiert)	%	30,0%
Kosten des Fremdkapitals nach Steuern	%	5,3%
<i>Angestrebte Zielkapitalstruktur</i>	%	16,2%
Gewichteter Kapitalkostensatz des Fremdkapitals	%	0,9%
WACC basierend auf Marktwerten	%	13,9%

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Auf Sicht von zwölf Monaten ergibt unser Base Case-Szenario ein Kursziel von EUR 0,22 je Aktie

Dabei werden 53% des gesamten Unternehmenswertes aus dem Terminal Value abgeleitet, 47% aus den in der Grobplanungsphase erwirtschafteten Cashflows.

TABELLE 3: DCF-MODELL ZUSAMMENFASSUNG

PV(Terminal Value)	kEUR	12.401
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	10.881
Summe PV	kEUR	23.282
Finanzschulden	kEUR	-8.625
Überziehungskredit	kEUR	-1.722
Cash	kEUR	800
Wert des Eigenkapitals	kEUR	13.153
Anzahl Aktien	Mio.	58.872
Kursziel je Aktie	EUR	0,22

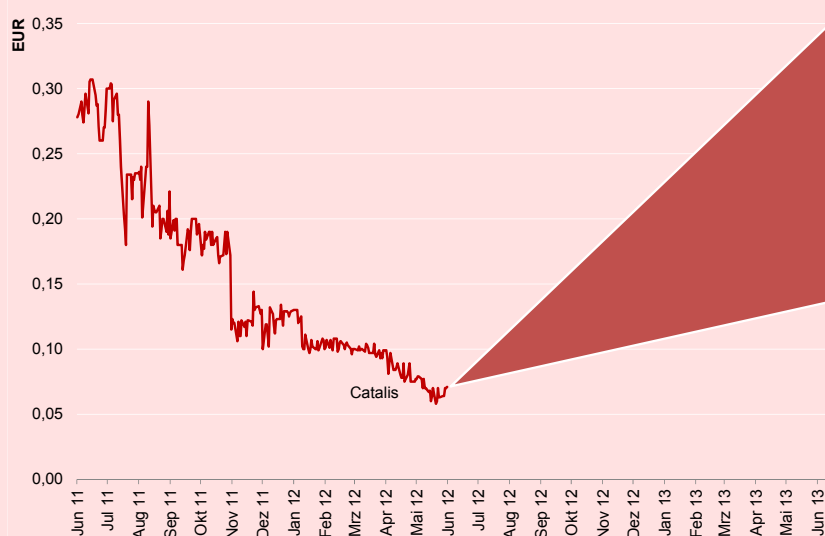
QUELLE: SPHENE CAPITAL

In einem Stresstest betrachten wir folgende Szenarien:

Szenario-Analyse

- ✦ **Bear Case-Szenario:** In einem Bear Case-Szenario adjustieren wir die Terminal Value-EBIT-Marge von 10,0% um 300 Basispunkte auf 7,0% und reduzieren das durchschnittliche jährliche Wachstum während des Terminal Value auf 0,8% von 1,7%. Damit würden wir unterstellen, dass die Intensivierung der Test-Aktivitäten im E-Books- und Spieletesten nicht die erwarteten Erfolge einführt und die Ausschöpfung von Synergieeffekten nicht die erwarteten Verbesserungen der Margen zur Folge hat. In diesem Szenario würde der Unternehmenswert von Catalis bis auf EUR 0,14 je Aktie zurückgehen.
- ✦ **Bull Case-Szenario:** Ein Bull Case-Szenario würde sich im Fall einer noch schnelleren und intensiveren Umsetzung des Einstiegs in neue Geschäftsmodelle abzeichnen. Katalysatoren einer solchen Entwicklung könnten weitere vertriebliche Erfolge beispielsweise im Spieletesten sein. Der Vertrag mit einem führenden Social Games-Publisher könnte ein erstes Indiz dafür sein, dass sich dieses Szenario realisieren lässt. Wir haben in unserem Bull Case-Szenario ein durchschnittliches jährliches Wachstum in der Terminal Value-Phase von 2,6% sowie eine Verbesserung der operativen Marge auf 13,0% bis 2022e unterstellt. In diesem Fall würden wir unser Kursziel um EUR 0,13 auf EUR 0,35 je Aktie anheben.

ABBILDUNG 2: KURSENTWICKLUNG UND -PROGNOSE



Auf Sicht von zwölf Monaten sehen wir ein Kursziel von EUR 0,22 je Aktie. In unserem Bear Case-Szenario haben wir Rückschläge im Einstieg in neue Geschäftsmodelle (E-Books- oder Spieletesten) zum Beispiel in einem „Double Dip“ Umfeld unterstellt. In unserem Bull Case-Szenario gelingt die Neupositionierung noch stärker und noch schneller.

QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Katalysatoren für die Kursentwicklung

Katalysatoren zur Erreichung des ermittelten Kurszieles

Als die wichtigsten Katalysatoren für die Entwicklung des Aktienkurses von Catalis in den kommenden Monaten sehen wir (1) Aussagen über die Performance der Geschäftsentwicklung zunächst anlässlich der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen, (2) die Gewinnung weiterer Aufträge im Bereich Casual Ga-

mes Testing sowie mittelfristig (3) weitere Zuwächse der Profitabilität durch Hebung von Synergieeffekten und (4) die breite Vermarktung der achten Konsolengeneration.

Risiken für unser Rating und Kursziel

Risiken

Risiken für unser Rating und unser Kursziel ergeben sich insbesondere bei (1) unerwarteten Rückschlägen des Ausbaus der Casual Games Testing, insbesondere im Umfeld (2) einer negativen Konjunkturentwicklung (Stichpunkt „Double Dip“), und (3) stärker als erwartete Kostensteigerungen durch neue Test-Aktivitäten, falls diese nicht durch zusätzliche Einnahmen kompensiert werden können.

TABELLE 4: BEWERTUNGSMULTIPLIKATOREN AKTUELL VS. KURSZIEL

x	Bewertung zu aktuell EUR 0,09			Bewertung zu EUR 0,22		
	2012e	2013e	2014e	2012e	2013e	2014e
EV/Umsatz	0,45x	0,33x	0,20x	0,71x	0,54x	0,40x
EV/EBIT	13,9x	5,7x	3,1x	21,6x	9,6x	6,0x
KGV	9,4x	3,0x	2,3x	22,9x	7,4x	5,7x

QUELLE: SPHENE CAPITAL

Testen und Entwickeln

Catalis, deren operative Wurzeln bis in die frühen 1990er Jahre zurückreichen, ist mit 324 Mitarbeitern ein führender Outsourcing-Dienstleister für die globale Medienindustrie. Über die beiden 100%igen Beteiligungen Testronic Laboratories und Kuju Entertainment bietet Catalis Film-, Videospiele-, Hard- und Softwareunternehmen Qualitätssicherungs- und Entwicklungsdienstleistungen an. Kunden der Gesellschaft sind die führenden Medienunternehmen der Welt, von Hollywood-Studios und unabhängigen Filmstudios über Hardware-Markennamen bis hin zu führenden Videospieleentwicklern.

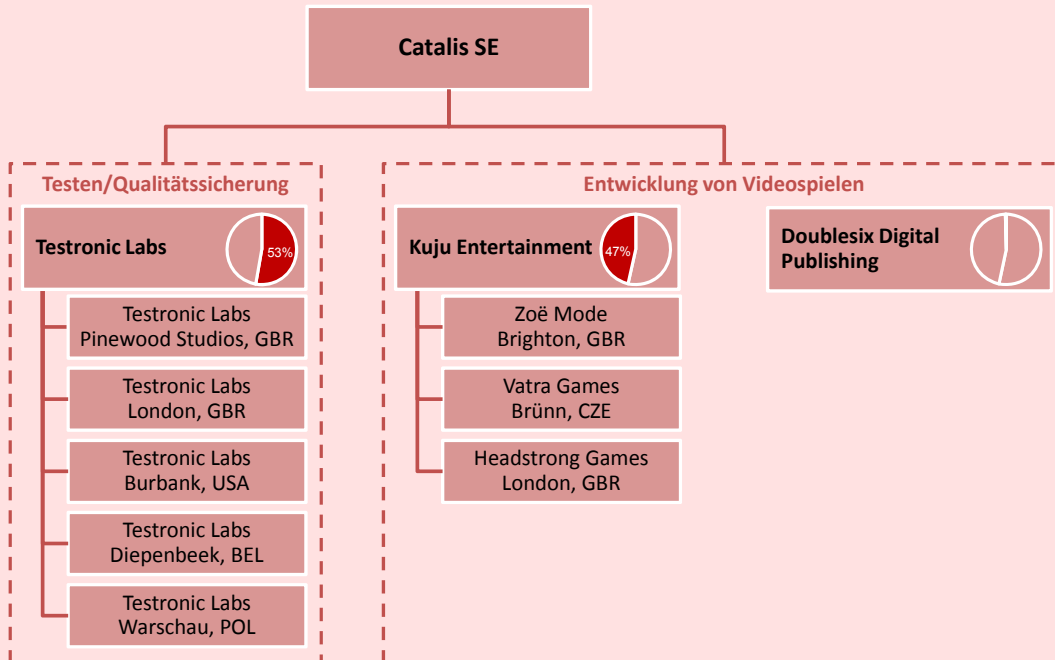
Als Europäische Aktiengesellschaft (SE) ist Catalis mit einem monistischen Board besetzt. Die neuen exekutiven Vorstände Dominic Wheatley, Otto Dauer und Peter Biewald haben einen exzellenten Track record in der Sanierung und Neuaufstellung von Unternehmen. Im vergangenen Geschäftsjahr wurden Erlöse von EUR 26,4 Mio. bei einem operativen Ergebnis von EUR -3,5 Mio. erwirtschaftet. Nach der Dekonsolidierung der chronisch defizitären Doublesix Digital Publishing (DDP) hat das neue Management für das laufende Jahr die Rückkehr in die operative Gewinnzone in Aussicht gestellt.

Holding mit zwei operativen Einheiten

Über seine beiden 100%-Beteiligungen Testronic Laboratories und Kuju Entertainment ist Catalis einer der weltweit führenden Outsourcing-Anbieter von Qualitätssicherungs- und Entwicklungsdienstleistungen für die Film-, Videospiele- und Software-Industrie. Gegründet 2003 hat sich Catalis mit 324 Mitarbeitern in fünf Ländern auf Test- und Entwicklungsdienstleistungen fokussiert, die das Unternehmen den führenden Medienunternehmen der Welt anbietet. Durch diese Positionierung auf zwei Standbeine kann Catalis Synergieeffekte nutzen und gegenläufige Branchenzyklen glätten. Insbesondere im Hinblick auf die zunehmende Konvergenz der Medien, insbesondere von DVD/Blu-ray, Videospielen und E-Learning, hat sich Catalis durch diese Positionierung weltweit einzigartig aufgestellt.

Testronic unterhält vier operative Studios in Großbritannien, den USA, Belgien und Polen, Kuju ist an drei Standorten in Großbritannien und Tschechien tätig. DDP bleibt als juristische Einheit bestehen, der operative Einfluss ist jedoch vernachlässigbar. Sitz der Gesellschaft ist Eindhoven.

ABBILDUNG 3: ORGANIGRAMM*



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

* Die Angaben in den Kuchendiagrammen beziehen sich auf die Umsatzanteile der Beteiligungen im Geschäftsjahr 2011

Mit 181 Mitarbeitern ist Testronic ein weltweit führender Outsourcing-Anbieter von Dienstleistungen zur Qualitätssicherung für die Videospiele-, Home Entertainment-, Soft- und Hardwareindustrie. Das Dienstleistungsspektrum umfasst Funktionalitäts-, Kompatibilitäts-, Sicherheits-, Lokalisierungs- und Usability-Tests sowie Gerätezertifizierungen, die entweder von einem der fünf Standorte der Gesellschaft oder vor Ort beim Kunden angeboten werden. Die Kunden von Testronic umfassen das „Who is Who“ der globalen Medienindustrie, darunter alle Hollywood Major-Studios, die führenden Spieleentwickler wie EA und Activision oder das größten Verlagshaus der Welt, Pearson.

Qualitätssicherung für mediale Inhalte

Die 1998 gegründete Testronic, das ursprüngliche Kerngeschäft von Catalis, bietet ihren Kunden Dienstleistungen zum Testen und zur Qualitätssicherung für alle multimedialen Inhalte an, also insbesondere

- ✦ für alle Arten von Content wie Filme, Videospiele, Musik, Web-Seiten, (interaktive) Software- oder E-Learning-Produkte,
- ✦ für alle Kommunikationsebenen, also physische Medien wie CD, DVD, Blu-ray-Disks und Mobilfunk ebenso wie das Internet,
- ✦ und alle medialen Abspielstationen wie CD-, DVD- und Blu-ray-Player, TV-Geräte, PCs, für alle Spiele-Konsolen (Nintendo DS, Nintendo Wii, Nintendo DSi, Microsoft Xbox 360, Sony PlayStation 2, Sony PlayStation 3 und Sony PSP), die gängigsten Handys und Smartphones.

Im Detail umfasst das Dienstleistungsportefeuille

- ✦ die Qualitätssicherung in den Bereichen Film und TV- sowie Home Entertainment, insbesondere DVD und Blu-ray-Disks,
- ✦ das Spiele-Testen für Konsolenspiele (Microsoft, Nintendo und Sony), PC-Spiele und mobile Geräte und Plattformen,
- ✦ Website- und Software-Testen und -Beratung, insbesondere das Testen von interaktiven digitalen Medien wie Websites, E-Learning-Produkten oder digitalen TV-Systemen und
- ✦ das Testen und die Zertifizierung von Hardware, insbesondere für Digital-TV und diverse andere Arten von Equipment und Schnittstellen im Multimedia-bereich.

Was wird eigentlich getestet? Und wie?

In Abhängigkeit vom Medium führt Catalis die Qualitätssicherung anhand umfangreicher Check-Listen durch. Typische Elemente der Check-Liste sind im Video-Bereich neben der Prüfung der Menüführung, der Sprachauswahl, der Untertitel und des Kopierschutzes insbesondere die Analyse der Kompatibilität mit den Abspielgeräten der unterschiedlichsten Anbieter. So testet Testronic auf mehr als 400 verschiedenen DVD-, HD-DVD- und Blu-ray-Spielern, allen führenden Spielekonsolen und zahlreichen PC- und Mac-Plattformen.

Demgegenüber beginnt die Qualitätsanalyse bei Videospiele bereits während der Entwicklungsphase des Spiels, mit dem Ziel, dieses schneller auf den Markt zu bringen. Da Videospiele ein globales Geschäftsmodell darstellen, werden alle Spiele in den gängigsten Spracheinstellungen überprüft – derzeit 24 verschiedene. Daneben wird analysiert, ob sich das Spiel auch tatsächlich bis zum Schluss durchspielen lässt oder ob es etwa während einer Dauer-Belastung abstürzt. Die Testabteilung für PC-Spiele umfasst mehr als 150 unterschiedliche PCs, 250 Graphik- und 150 Audiokarten sowie eine breite Palette an Zubehörgeräten. Es werden Spiele auf allen Betriebssystemen gespielt, angefangen vom Installationsprozess über die Start-Up-Funktionalität und die Frame-Performance während des Spielens bis hin zur Speicherungsfunktionalität.

Im Bereich des Hardware-Testens bietet Testronic eine breite Palette von Zertifizierungsdienstleistungen an, darunter Alpha-Tests, Beta-Tests, Interoperabilitäts- und Interconnectivity-Tests, Kompatibilitäts- und Funktionstests, und zwar für eine Vielzahl an Kommunikations- und Multimedia-Technologien wie DVB, ATSC, IEEE-1394, WiFi, USB, S-ATA, PCI Express, HDMI, DVI, Ethernet und DLNA. Die führende Rolle wird zum Beispiel dadurch belegt, dass Testronic das erste Unternehmen weltweit war, das Produkte als USB-kompatibel zertifiziert hat.

Qualitätskontrolle und Testen beschreiben zwei Seiten einer Medaille. Während Qualitätskontrolle den Prozess beschreibt, ein Medium (CD, DVD, CD-ROM etc.) in seiner gesamten Breite zu analysieren, beschreibt das Testen alle Techniken, um Fehler im Produkt zu finden und zu beseitigen.

Die Dienstleistungen im Überblick

Tester nehmen die Sicht des Konsumenten ein und tun alles, um das getestete Produkt zum Absturz zu bringen oder Bugs zu entdecken.

Auch beim Software-Testen bietet Testronic eine Vielzahl von Dienstleistungen an. Angeboten werden u.a. Funktions- und Kompatibilitätstests, Sprach- und Regionalisierungstests, Performance- und Strategietests, Sicherheits- und Usability-Tests, und zwar auf Stand-Alone-Basis und im Vergleich mit anderen Softwareprodukten und natürlich auf jeder verfügbaren Hardware, wozu auch mobile Geräte wie iPads, Tablets oder Readers zählen.

Kunden sind die führenden Medienunternehmen der Welt

Kunden von Testronic sind

- ✦ im Bereich des Testens von DVDs und Blu-ray-Disks die globalen Inhalte-Anbieter, also insbesondere die sechs Hollywood Major Studios Paramount, Warner Bros., Columbia, Walt Disney, Universal und 20th Century Fox, mit denen Catalis zumeist langfristige Lieferverträge abgeschlossen hat. Neben den „Big Six“ gibt es eine beträchtliche Anzahl von unabhängigen Filmstudios vornehmlich in den USA, in Großbritannien und Frankreich, mit denen Catalis auf Projektebene zusammenarbeitet, darunter Deluxe oder Technicolor in den USA oder HBO in Großbritannien.
- ✦ im Bereich des Testens von Videospiele viele der größten Spieleentwickler der Welt, darunter Electronic Arts (EA), Eidos, Disney Interactive Studios oder Sony.
- ✦ im Bereich des Soft- und Hardware-Testens vor allem die klassischen Hersteller von Unterhaltungselektronik, also Bose, Philips, HP, Nokia oder Motorola.
- ✦ im Bereich Digital TV/Interactive Kabelnetzbetreiber wie Kabel Deutschland oder Unitymedia, TV-Sender wie BBC oder der britische E-Book-Verleger Pearson.

Durchlaufzeit ist der entscheidende Wettbewerbsfaktor

Der durchschnittliche Zeitaufwand für die Prüfung und den Test eines Mediums liegt bei 24 bis 48 Stunden und damit deutlich unter den Zeiten vergleichbarer Anbieter. Aus unserer Sicht ist die Geschwindigkeit, ein Medium zu testen, ein entscheidender Wettbewerbsvorteil für Testronic, da dadurch kleinere Wettbewerber, die nicht über eine vergleichbare Kapazität verfügen, oder asiatische Anbieter mit einer geringeren Produktivität sukzessive aus dem Markt gedrängt werden. Dazu kommt, dass insbesondere bei Videospiele die Anforderungen an den Spieltester in den vergangenen 30 Jahren exponentiell angestiegen sind: Bestand ein durchschnittliches Videospiele Ende der 1980er Jahre aus fünf linearen Spiele-Levels, die in 30 Minuten durchgespielt werden konnten, waren bereits bei frühen 3D-Spielen wie Donkey Kong Country Mitte der 1990er Jahre Tage notwendig, für moderne Spiele der Gegenwart sind es Monate.

Die Qualität ist tendenziell ein Hygienefaktor

Neben der Zeit spielt auch die Qualität der Arbeit eine entscheidende Rolle in der Mandatierung. Die Kunden von Testronic haben die Qualitätssicherung vollständig an Testronic ausgelagert, eine Nachkontrolle seitens des Kunden kann aufgrund der hohen Komplexität des Test- und Prüfverfahrens nicht stattfinden. Werden nach der Auslieferung des Produkts an den Endkunden Fehler entdeckt, dürfte dies Auswirkungen auf die Mandatierung für einen Folgeauftrag haben.

In den meisten Bereichen hat Testronic eine technologisch führende Marktstellung inne

Der für Catalis relevante Gesamtmarkt für Testen und Qualitätssicherung elektronischer Medien liegt weltweit bei etwa USD 1+ Mrd. Ein Großteil davon wird in den USA und in Europa erwirtschaftet, Asien ist dagegen die mit Abstand am schnellsten wachsende Region der Welt.

Im Bereich der Qualitätssicherung für Videofilme, insbesondere im Testen von DVDs und Blu-ray-Disks, dürfte Catalis globaler Marktführer sein. So werden durchschnittlich mehrere Hundert verschiedene DVDs/Blu-ray-Disks pro Jahr getestet. Insgesamt hat Testronic mehr als 5.500 verschiedene 2D- und 75 3D-Blu-ray-Disks getestet und sich damit klar vom Rest des Marktes abgesetzt. Weltweit steht Catalis ohnehin nur eine Handvoll deutlich kleinerer Wettbewerber gegenüber, in Europa dürfte Testronic sogar der einzige relevante Anbieter sein.

Tester nehmen die Sicht des Konsumenten ein und tun alles, um das getestete Produkt zum Absturz zu bringen oder Bugs zu entdecken.

Das Testen von Home Entertainment-Produkten und von Spielen ist für etwa 70% des Testronic-Umsatzes verantwortlich.

Niedrige Durchlaufzeiten sind ein klarer USP für Testronic.

Der Erfolg nährt den Erfolg und limitiert die Möglichkeiten für Newcomer, sich nachhaltig als Wettbewerber zu positionieren.

Im Testen von DVDs und Blu-ray-Disks ist Testronic weltweit der führende Anbieter, beim Spiele-Testen rangiert Testronic auf Platz 3.

Im Testen von interaktiven Videospielen und in der Nische von E-Learning-Produkten sieht sich Testronic als europäischer Marktführer. Verglichen mit den oligopolistischen Strukturen auf dem Markt für optische Disk-Inspektion ist dieser Markt relativ fragmentiert. Die wichtigsten Wettbewerber mit Umsätzen von mehr als USD 5 Mio. im Bereich Testen von Videospielen sind die US-amerikanischen Unternehmen VMC, Absolute Quality und iBeta Quality Assurance; daneben spielen Babel Media (GRB), Enzyme Labs (CDN) und die indische RelQ eine bedeutende Rolle. Darüber hinaus gibt es noch einige kleinere Wettbewerber, die sich jedoch überwiegend auf bestimmte Nischenmärkte beschränken.

Im Testen von standardisierten Industrieschnittstellen ist Testronic der einzige Anbieter, der über USB- und SATA-Zertifizierungen für Europa und die USA verfügt.

Seit Anfang 2012 ist Testronic Mitglied von UltraViolet™

UltraViolet™ ist ein Authentifizierungs- und Cloud-basiertes Lizenzierungssystem für digitale Rechte, das es Usern von digitalen Home Entertainment-Inhalten erlaubt, erworbene Inhalte auf verschiedene Plattformen und Abspielgeräte zu streamen bzw. herunterzuladen. UltraViolet™ wurde von den 74 Mitgliedern des branchenübergreifenden Digital Entertainment Content Ecosystem (DECE-) Konsortiums entwickelt, das sich aus Filmstudios, Herstellern von Unterhaltungselektronik, Einzelhändlern, Kabelgesellschaften und Internet Service Providern zusammensetzt. Für UltraViolet™ führt Testronic End-to-End-Qualitätssicherungsmaßnahmen durch, u. a. in den Bereichen Interoperabilität, Kompatibilität, Funktionalität, Usability oder Zertifizierung.

Die technologisch führende Marktstellung ist durch die strategische Positionierung im UltraViolet-Konsortium belegt.

Mit insgesamt drei operativen Studios in Großbritannien und Tschechien ist Kuju einer der führenden unabhängigen Spieleentwickler Europas und verfügt über starke Entwicklungskapazitäten und Erfahrungen in zahlreichen Genres auf allen relevanten Plattformen. Kuju entwickelt und vermarktet die Spiele nicht unter eigenem Namen, sondern ist ausschließlich als verlängerte Werkbank im Auftrag großer Publisher aktiv. Entscheidend für die Auswahl von Kuju sind aus Kundensicht vor allem die Zuverlässigkeit des Studios und das Vertrauen in die Leistung aufgrund der bisherigen Zusammenarbeit, die Kreativität und fachliche Reputation sowie mit wachsender Bedeutung des Studios auch dessen Budgettreue.

Einer der führenden Outsourcing-Entwickler für Videospiele

Mit mehr als 15 Jahren Erfahrung und der Entwicklung von mehr als 50 Spielen ist Kuju Entertainment einer der führenden unabhängigen Outsourcing-Dienstleister für Videospieleentwickler weltweit und die Nummer eins in Europa. Unter dem Geschäftsmodell „Work-for-Hire“ entwickelt Kuju Videospiele für alle Spielekonsolen (PS2 und PS3, XBOX 360, Wii), für PCs und mobile Plattformen (PSP, DSi/3DS) sowie im Download-Bereich. Die Gesellschaft erstellt die Spiele nicht auf eigene Rechnung, sondern ist ausschließlich als verlängerte Werkbank im Auftrag großer Publisher aktiv.

Kuju entwickelt Videospiele für Dritte.

Mit aktuell 115 Spieleentwicklern und drei unabhängigen Studios verfolgt Kuju einen Multistudio-Ansatz, bei dem jedes Studio ein klar definiertes Profil bezüglich der angebotenen Genres, Zielgruppen und Technologie aufweist:

- ✦ Von Headstrong Games, dem ursprünglichen Kuju Studio, das dann umfirmiert wurde, werden lizenzierte Action- und E-Learning-Spiele auf den Plattformen Wii, Xbox360, PS3, DS und 3DS entwickelt. Beispiele für entwickelte Spiele sind Battalion Wars I und II für Nintendo GameCube und Wii und das kürzlich angekündigte House of the Dead: Overkill für SEGA. Sitz der Gesellschaft ist London.
- ✦ Zoë Mode ist ein unabhängiger Entwickler von Low-end Musik-, Party-, Fitness- und Gesellschaftsspielen auf allen Spieleplattformen. Sitz der Gesellschaft ist Brighton.
- ✦ Vatra Games: Spezialisierung auf High-end Next-Generation Action-Games auf den Plattformen Xbox360, PlayStation und PCs. Sitz der Gesellschaft ist Brünn (CZE).

Neben diesen Studios gibt es noch Kuju America, die US-amerikanische Studio-Entity, die allerdings derzeit operativ nicht aktiv ist.

Die bisherige Produkt-Pipeline umfasst Videospiele wie South Park, Crush, Rail Simulator, Chime, Battalion Wars 2 oder Art Academy.

Hohe Wettbewerbsintensität

Der Wettbewerb in einem hochgradig fragmentierten Markt für Videospieleentwicklung ist relativ intensiv und entstammt aus zwei Bereichen:

- ✦ Aus den internen Entwicklungsabteilungen von Spieleentwicklern, die zwar für mehr als 50% des Gesamtmarktes verantwortlich sind, für Kuju aber eine potenzielle Bedrohung bezüglich der Rekrutierung qualifizierten Entwicklungspersonals darstellen, und
- ✦ aus den unabhängigen Spieleentwicklern, sogenannten Third Party-Entwicklern, die Spiele entweder unabhängig oder im Auftrag eines Spielherstellers entwickeln. Wettbewerber aus dieser Gruppe lassen sich nochmals unterteilen, und zwar in Multi-Studio-Entwickler, die verschiedene Genres und Plattformen anbieten, und in Spezialisten, die sich auf ein Genre fokussiert haben.

Am Markt ist eine Vielzahl von Spieleentwicklern tätig, die aber vornehmlich auf eigenes Risiko tätig sind. Insolvenzen sind daher keine Ausnahme.

Aktive Buy-and-Build-Strategie

In der Vergangenheit verfolgte Catalis mit Kuju eine aktive Buy-and-Build-Strategie. Der Ansatzpunkt war, organisches Wachstum mit selektiven Übernahmen so zu koordinieren, dass sich Kuju als ein vollständig integrierter Outsourcing-Dienstleister für die gesamte digitale Wertschöpfungskette der Medien- und Unterhaltungsindustrie positioniert. Ein wesentliches Element dieser Strategie war es, die Diversifikation entlang der Wertschöpfungskette der wichtigsten Kunden sukzessive voranzutreiben.

In der Vergangenheit verfolgte Kuju eine aktive Rolle im Konsolidierungsprozess.

Kunden sind die Creme de la Creme der globalen Videospieleindustrie

Kuju verfügt über langjährige Kundenbeziehungen zu den meisten internationalen Videospieleproduzenten wie EA, Microsoft, Sony, Sega, Konami und Nintendo.

Mit der Gründung von Doublesix Digital Publishing (DDP) verfolgte Catalis den Ansatz, selbst Content zu entwickeln und langfristig auszuwerten. Damit entfernte sich Catalis weg vom reinen Entwicklungs- und Servicedienstleister für Dritte und wurde selbst zum Content-Inhaber. Das Downside dieser Strategie besteht in der hohen Kapitalbindung, die das gegenwärtige Management nicht mehr zu tragen bereit war. Anfang dieses Jahres wurden die wesentlichen Assets der Gesellschaft verkauft, so dass für das laufende Jahr nur noch mit minimalen Umsätzen bei einem ausgeglichenen Ergebnis zu rechnen sein wird. Dennoch wird DDP in der Segmentberichterstattung weiterhin aufgeführt werden.

Videospiele auf eigenes Risiko

Mit der Ausgliederung von Doublesix Digital Publishing (DDP) aus Kuju Entertainment war Catalis auch in der Produktion von Videospiele auf eigene Rechnung tätig. Die dahinter liegende Strategie war es, einen Content aufzubauen diesen langfristig auszuwerten und nicht länger ausschließlich für die Entwicklungsdienstleistungen entlohnt zu werden. Mit diesem Modell grenzt sich DDP klar von den Work-for-Hire Studios von Kuju ab.

Mit DDP war Catalis auch in der Spieleentwicklung auf eigenes Risiko tätig.

Angeboten wurde der Download über alle relevanten Plattformen, Xbox Live Arcade, PlayStation Network oder PC Vertriebsplattformen wie Steam. In diesem Umfeld hat sich DDP auf die Herstellung und den Vertrieb von Download-Spielen fokussiert und bislang drei Spiele auf den Markt gebracht:

- ✦ Im Juni 2011 das Shooter-Spiel "Burn Zombie Burn!", das für den Apple Mac entwickelt wurde, und
- ✦ im Dezember 2011 das Quiz-Format „Who Wants To Be A Millionaire?“ für die PlayStation 3, die Xbox360 sowie iPhone, iPad und iPod Touch sowie die beiden Special Editions „South Park – Who Wants To Be A Millionaire? Special Edition“ und „Who Wants To Be A Movie Millionaire?“.
- ✦ Ein drittes Spiel ist „All Zombies Must Die!“, der Nachfolger von "Burn Zombie Burn!", ein für die Xbox Live Arcade (XBLA) konzipiertes Computer-Rollenspiel (RPG).

Operativ spielt DDP inzwischen keine Rolle mehr

Im ursprünglichen Business Plan war vorgesehen, dass Catalis ab 2012 durchschnittlich zehn Spiele pro Jahr veröffentlicht werden. Das damit erzielte operative

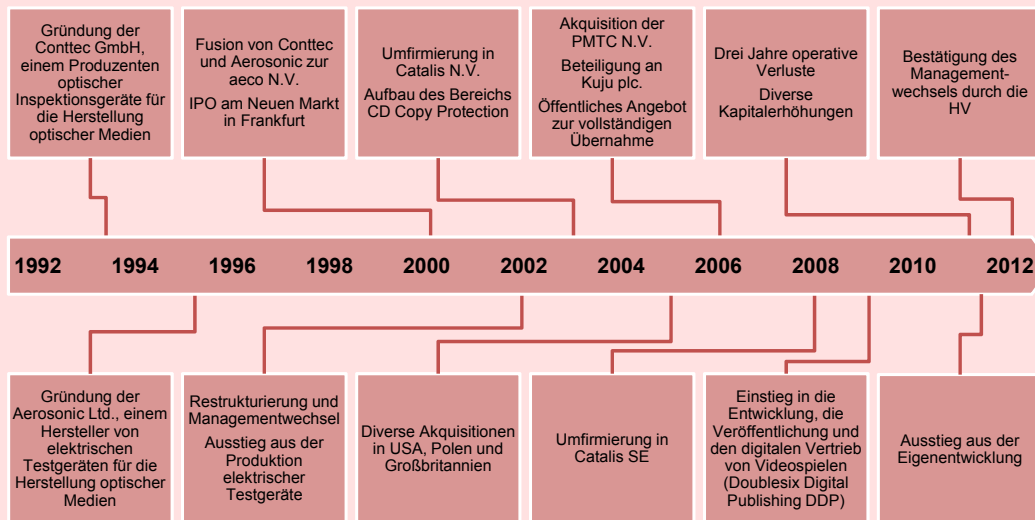
Ergebnis sollte bei etwa EUR 6,8 Mio. liegen. Trotz einer ansprechenden Produkt-Pipeline lagen Umsätze wie Verluste der DDP bislang substanziell unter den Budgeterwartungen. Besserung scheint nicht in Sicht zu sein, denn der Markt für Download-Spiele im Eigenvertrieb, speziell für XBLA-, PC Steam- oder PSN Plattformen, befindet sich zwar in einem frühen Entwicklungsstadium, doch die Wettbewerbsintensität steigt stetig an, nachdem auch die führenden Spieleentwickler diesen Markt für sich entdeckt haben. Vor diesem Hintergrund hat sich das neue Management entschieden, das Geschäftsfeld eigen entwickelte Videospiele nicht länger aktiv zu verfolgen. Um auch kurzfristig keinen weiteren Belastungen ausgesetzt zu sein – zum Beispiel von Spielen, die sich mitten in der Entwicklung befinden – wurden diese zwischenzeitlich verkauft. So konnte im ersten Quartal 2012 das Spiel Strike Zone Zero SSZ, mit 20 Entwicklern in einem MBO abgegeben werden.

Die Wurzeln der Gesellschaft reichen bis in die frühen 1990er Jahre zurück, als die beiden Vorgängergesellschaften von Catalis gegründet wurden. Dies ist bereits ein Indiz dafür, dass Catalis von Anfang an eine Buy-and-Build-Strategie verfolgte. Anfänglich ein Hardwarehersteller für Testsysteme ist Catalis inzwischen jedoch ein reiner Service-Dienstleister für Dritte.

Catalis mit bewegter Vergangenheit

Die Wurzeln von Catalis reichen bis in die frühen 1990er Jahre zurück, als die beiden Vorgängergesellschaften von Catalis, die Conttec GmbH und britische die Aeronomic Ltd. gegründet wurden. Nach ihrer Fusion unter dem Namen aeco N. V. und dem Börsengang am Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Jahre 2000 wurde 2003 nach einer Periode kontinuierlicher operativer Verluste die Produktion elektronischer Testgeräte eingestellt, umfirmiert und der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit auf Inspektionsgeräte zur Herstellung optischer Medien verlagert. In den Jahren 2005 bis 2007 wurde die Geschäftstätigkeit durch diverse Akquisitionen erweitert.

ABBILDUNG 4: UNTERNEHMENSGESCHICHTE IM ÜBERBLICK



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Insgesamt sind 58,9 Mio. Stück Aktien ausgegeben. Der Nennwert liegt bei EUR 0,10 je Aktie. 27,1% der Aktien werden von institutionellen langfristig ausgerichteten Investoren und dem Management gehalten, 72,9% der Aktien befinden sich im Streubesitz. Mit rund 5,3 Mio. Stück Aktien ist die Navigator Equity Solutions SE der größte Einzelaktionär der Gesellschaft.

Drei Kapitalerhöhungen in 2011

In den vergangenen zwölf Monaten hat Catalis drei Kapitalerhöhungen durchgeführt.

- ✦ Im zweiten Quartal 2011 von EUR 3,788 Mio. auf 4,329 Mio. mit einem Mittelzufluss von EUR 1,250 Mio.
- ✦ Im vierten Quartal 2011 von EUR 4,329 Mio. auf 5,487 Mio. mit einem Mittelzufluss von EUR 1,158 Mio.
- ✦ Im ersten Quartal 2012 von EUR 5,487 Mio. auf 5,887 Mio. mit einem Mittelzufluss von EUR 0,400 Mio.

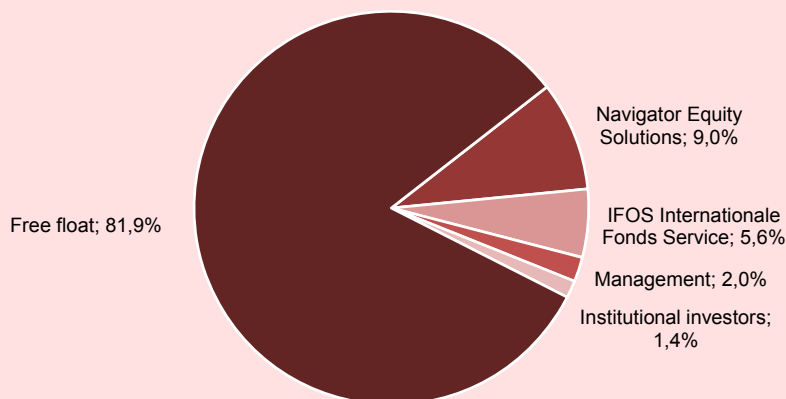
Notwendig waren die Kapitalerhöhungen zum Ausgleich der unbefriedigenden Ertragslage bei DDP.

Catalis mit hohem Streubesitz

Die größten Einzelaktionäre der Gesellschaft sind die Navigator Equity Solutions SE, die rund 9,0% der Anteile hält, und IFOS Internationale Fonds Service, die 5,6% der Aktien hält. Das Management ist in toto mit ca. 2,0% an der Gesellschaft beteiligt. Weitere Aktionäre mit einem Anteilsbesitz von mehr als 3,0% sind nicht bekannt. Nach Angaben der Deutsche Börse liegt der Streubesitz der Gesellschaft bei 72,9%.

Basierend auf 58,9 Mio. Aktien beträgt die Marktkapitalisierung der Gesellschaft zum 09. Juli 2012 EUR 5,3 Mio. Die Marktkapitalisierung des Free Floats liegt bei EUR 4,3 Mio.

ABBILDUNG 5: AKTIONÄRSSTRUKTUR (PER JUNI 2012)



Größter Einzelaktionär der Catalis ist die Navigator Equity Solutions, eine Beteiligungsgesellschaft mit Fokus auf den Sektoren digitale Medien, IT- und Finanzdienstleistungen.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Catalis ist eine managergeführte Gesellschaft, die als Europäische Aktiengesellschaft (SE) mit einem monistischen Board besetzt ist. Die neuen Vorstände Dominic Wheatley, Otto Dauer und Peter Biewald haben einen exzellenten Track record in der Sanierung und Neuaufstellung von Unternehmen. Mit dem Turnaround und der vollständigen Entschuldung von Advanced Medien, der Neupositionierung vom unfokussierten Medienkonglomerat zum Weltmarktführer in der Onboard-Unterhaltung in Flugzeugen als Advanced Inflight Alliance (AIA) haben zwei der drei neuen Vorstände ein totgeglaubtes Medienunternehmen in ein überaus werthaltiges Asset transformiert. Aus unserer Sicht bestehen zwischen den Geschäftsmodellen von Advanced Inflight Alliance und Catalis frappierende Ähnlichkeiten, weshalb sich die Erfolgsstory von AIA wiederholen könnte.

Catalis ist eine monistische SE

Die SE (Societas Europaea) ermöglicht europäischen Unternehmen ein EU-weites Auftreten als rechtliche Einheit mit nationalen Niederlassungen und Betriebsstätten. Üblicherweise werden dabei die operativen Tochtergesellschaften unter einer Holding zusammengefasst. Da die SE ihren Sitz unter der Wahrung der Identität in einen anderen Mitgliedstaat verlegen kann, ohne dass eine Auflösung im Wegzugsstaat oder Neugründung im Zuzugsstaat erforderlich wäre, wird eine Sitzwahl aus rein wirtschaftlichen Gründen für Unternehmen ermöglicht. Nichtsdestotrotz bleiben nationale Unterschiede bestehen, denn die Richtlinie zur SE schafft nur ein Rahmenwerk, das durch die nationale Gesetzgebung für Aktiengesellschaften spezifiziert wird. Auf diese Weise gibt es mehr Vereinheitlichung, aber keine vollständige Deckungsgleichheit.

Catalis hat sich für ein monistisches Board entschieden

Die Geschäftsführung einer SE kann – wie in Deutschland üblich – in Vorstand und Aufsichtsrat unterteilt oder – wie im angelsächsischen Rechtsraum üblich – ein einheitliches „Board of Directors“ mit exekutiven und nicht exekutiven Managern sein (dualistisches vs. monistisches Modell). Als SE hat sich Catalis für eine monistische Geschäftsführung entschieden. Danach übernimmt der Verwaltungsrat die Leitung der SE in eigener Verantwortung. Der Verwaltungsrat besteht aus sieben Personen. Drei davon sind exekutive Manager, die von vier nicht exekutiven Managern als einer Art Aufsichtsrat überwacht werden.

Die drei exekutiven Manager sind

- ✦ Dominic Wheatley, seit 2008 Mitglied im Board der Catalis SE und Unternehmenssprecher
Dominic Wheatley ist Mitbegründer von Domark Ltd., einem Entwickler und Verleger von Unterhaltungssoftware, der 1995 mit der börsennotierten Eidos plc. fusionierte, dem späteren Entwickler von Tomb Raider. Dominic Wheatley ist außerdem Gründer und CEO der Bright Things plc. und Chairman der Kuju plc.
- ✦ Otto Dauer, seit 2011 Mitglied im Board der Catalis SE und verantwortlich für die strategische Ausrichtung der Gesellschaft
Otto Dauer ist als Direktor für Strategiefragen für die langfristige Ausrichtung der Catalis verantwortlich. Zwischen 2001 und 2010 war Otto Dauer Alleinvorstand bzw. Vorstandsvorsitzender der Advanced Inflight Alliance (vormals Advanced Medien) und in erster Linie verantwortlich dafür, das Unternehmen aus der Insolvenz zum Weltmarktführer für Onboard-Unterhaltung in Flugzeugen zu führen. Ihm ist es gelungen, die Gesellschaft komplett zu entschulden und ihren Umsatz durch konsequente Nutzung von Wachstumspotenzialen von unter EUR 1 Mio. auf über EUR 100 Mio. zu steigern. Ebenfalls während seiner Ägide hat sich die Marktkapitalisierung von Advanced Inflight Alliance von unter EUR 5 Mio. auf EUR 40 Mio. mehr als verachtfacht.
- ✦ Peter Biewald, seit 2011 Mitglied im Board der Catalis SE und verantwortlich für Finanzen, das Reporting und das Reporting der Einzelgesellschaften
Zwischen 2006 und 2010 war Peter Biewald für das Finanzressort und für die deutschen sowie ausländischen Tochtergesellschaften bei Advanced Inflight Alliance zuständig, seit 2007 auch als Finanzvorstand. Überdies kann Peter Biewald auf verschiedene Stationen in den Finanzbereichen von Siemens, Computer 2000/Techdata und O2 Deutschland sowie auf unternehmerisch verantwortliche Positionen als Vorstand der Xerion Pharmaceutic AG und der G10 Software AG verweisen.

Die vier Non-Executive Directors sind:

- ✦ Dr. Michael Hasenstab, seit 2002 Mitglied im Board der Catalis SE
Dr. Michael Hasenstab ist Vorstandsmitglied der Navigator Equity Solutions SE und Managing Director des Unternehmensberaters Ascendo Management GmbH. Zuvor war Dr. Michael Hasenstab im Investmentbanking von Credit Suisse First Boston und BNP Paribas in London tätig, wo er für eine Vielzahl von Börsengängen und M&A-Transaktionen in Europa verantwortlich war.
- ✦ Robert Käß, seit 2002 Mitglied im Board der Catalis SE
Robert Käß ist Vorstandsmitglied der Navigator Equity Solutions SE und Managing Director des Unternehmensberaters Ascendo Management GmbH. Zuvor war Robert Käß als Gründer der Finanzberatungsgesellschaft AdVal Capital Management AG an zahlreichen Gesellschaften beteiligt und für mehrere erfolgreiche Börsengänge, M&A- und Turnaround-Transaktionen verantwortlich. Robert Käß ist Aufsichtsratsmitglied mehrerer privater und börsennotierter Gesellschaften.
- ✦ Dr. Jens Bodenkamp, seit 2008 Mitglied im Board der Catalis SE
Als Business Angel, ehemaliger Partner der Medienberatungsfirma MCG, Geschäftsführer und Gesellschafter der ETF Group sowie als Leiter des europäischen Breitbandkommunikationsprogramms von Intel ist Dr. Bodenkamp ein anerkannter Experte für die Bereiche IT, Kommunikation und Halbleitertechnologie. Er veröffentlichte zahlreiche wissenschaftliche Artikel und Bücher und hält ein Patent.

✦ Seth Hallen, seit 2012 Mitglied im Board der Catalis SE
Neben seiner Board-Funktion ist Seth Hallen CEO von Testronic. Zuvor war Seth Hallen VP der nordamerikanischen Aktivitäten von Lightworks, einem Entwickler und Anbieter von High-end Schnitt-Lösungen für die Film- und Fernsehindustrie. Seth Hallen ist Mitglied des Boards im Hollywood Post Alliance (HPA) und der International Digital Media Alliance (IDMA). Es wird auf der HV vorgeschlagen, dass er zu einem nicht exekutiven Mitglied der Catalis wird.

Exzellente Reputation in der Entschuldung und Sanierung

Dominic Wheatley, Otto Dauer und Peter Biewald haben einen guten Track record in der Sanierung und Neuaufstellung von Unternehmen. Mit dem Turnaround und der vollständigen Entschuldung von Advanced Medien, der vollständigen Neupositionierung von einem nicht-fokussierten Medienkonglomerat zum Weltmarktführer in der Onboard-Unterhaltung in Flugzeugen unter dem Namen Advanced Inflight Alliance haben die beiden Vorstände Otto Dauer und Peter Biewald innerhalb weniger Jahre ein beinahe-insolventes Medienunternehmen zu einem überaus profitablen und damit werthaltigen Asset entwickelt. Das Restrukturierungskonzept der Advanced Medien/Advanced Inflight Alliance bestand aus drei Elementen: Erstens der Dekonsolidierung defizitärer Tochtergesellschaften, zweitens der vollständigen Entschuldung der Gesellschaft, und drittens einer überlegten Buy-and-Build-Strategie in ausgewählten Segmenten mit dem Ziel, die Weltmarktführerschaft in diesen Nischenmärkten einzunehmen.

Aus unserer Sicht bestehen zwischen den Geschäftsmodellen von Advanced Inflight Alliance und Catalis große Ähnlichkeiten. So sind beide Unternehmen marktführend im Bereich des Testens und der Qualitätssicherung digitaler Medieninhalte und in der Entwicklung von Videospiele. Daher sollte eine Wiederholung der Erfolgsstory durch die neuen Vorstände durchaus möglich sein. Mit der Dekonsolidierung der verlustträchtigen DDP hat das neue Management jedenfalls bereits den ersten Schritt gemacht, aus Catalis ein profitables und fokussiertes Unternehmen zu machen.

Die Geschichte könnte sich wiederholen, denn die Geschäftsmodelle von Advanced Inflight Alliance und Catalis sind einander sehr ähnlich.

Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken

Das Geschäftsmodell von Catalis weist eine Reihe von Alleinstellungsmerkmalen auf. Jahrzehntelange Erfahrungen in der Qualitätssicherung und der Entwicklung von Videospielen geben Catalis eine Competitive Edge, sich innerhalb eines fragmentierten Marktes zu differenzieren. Chancen ergeben sich zum einen aus weiteren Übernahmen des akquisitionserprobten Managements, da positive Netzwerkeffekte letztlich die Attraktivität beider Geschäftsbereiche erhöhen. Spieleentwickler verfügen häufig weder über eigene Ressourcen noch die Größe, um über eigene Qualitätssicherungsabteilungen Ergebnisse zu erzielen, die Testronic bezüglich Testumfang und Time-to-market gleichkommen. Zudem fokussieren sich Medienunternehmen immer mehr auf ihre Kernkompetenzen, wodurch sich für Catalis die Chance ergibt, auszulagernde Qualitätssicherungsabteilungen zu übernehmen und damit neue Industrie- und Marktcompetenzen zu erschließen.

Externe Risiken sind vor allem konjunktureller Natur. Videospiele sind ein sehr zyklisches Geschäft, ein verringertes Wirtschaftswachstum schlägt sich zeitnah in rückläufigen Absatzzahlen nieder. Zudem ist die Wettbewerbsintensität zwischen den Spieleherstellern sehr hoch, was in der Vergangenheit Rabattzugestände innerhalb der Branche zur Folge hatte.

Wir sehen folgende unternehmensbezogene **Stärken** von Catalis:

Stärken

- ✦ Catalis ist der einzige unabhängige Anbieter weltweit, der alle Dienstleistungen, um ein Videospiele zu entwickeln, aus einer Hand anbieten kann. So bietet Catalis unter dem Konzeptnamen FullCycle Design, Entwicklung und Produktion, Software-Lokalisierung, das Testen der Software, die Markteinführung und das dazugehörige Marketing aus einer Hand an. Im Vergleich zu einer einzelnen Auftragsvergabe der jeweiligen Komponenten führt dies für die Kunden zu deutlichen Effizienzgewinnen.
- ✦ Auf der operativen Seite sind die unterschiedlichen Geschäftsmodelle von Testronic und Kuju ein Vorteil. Vor allem die unterschiedlichen Kundengruppen ermöglichen eine stetige und stabile Umsatzentwicklung.
- ✦ Der Markt für Videospiele polarisiert sich immer weiter: Am einen Ende der Bandbreite stehen immer komplexere Videospiele, deren Qualitätssicherung einen immer längeren Zeitaufwand erfordert, am anderen Ende ist eine rapide steigende Zahl von einfachen, dennoch anspruchsvollen Videospiele (Casual Games) zu notieren, bei denen die schiere Anzahl einen Ausgleich für mögliche negative konjunkturelle Effekte bieten könnte.
- ✦ Hollywoods Major Studios konvertieren sukzessive ihre Band-Bibliotheken in digitale Bibliotheken. Jede konvertierte Datei muss einer finalen Qualitätskontrolle unterzogen werden, was für die Industrie einen signifikanten Auftragsbestand darstellt. Zur Unterstützung dieses Trends hat Testronic ein FBQC (File Based Quality Control) –Lab aufgebaut, in dem die zur Verfügung gestellten digitalen Dateien vollautomatisiert getestet werden.
- ✦ Interoperability Master Format (IMF) ist ein neues Format, das es den Studios erleichtert, ein und dieselbe Mediendatei in unterschiedliche Territorien auszuliefern. Da alle Elemente der Mediendatei – Sprache, Untertitel und Metadaten – einer Qualitätskontrolle unterzogen werden müssen, ergeben sich für Testronic langfristig erhebliche Marktpotenziale.
- ✦ In der Vergangenheit ist es Catalis nicht gelungen, nachhaltige Synergieeffekte zwischen Testronic und Kuju zu realisieren. Nach unseren Gesprächen mit dem neuen Management sind wir davon überzeugt, dass sich dies mittelfristig ändern wird. So wird der Markteintritt von Testronic ins Testen von Videospiele durch die gute Marktstellung von Kuju wesentlich unterstützt, wenn nicht sogar erst möglich gemacht.
- ✦ Tendenziell ist Catalis ein Gewinner der aktuellen Euro-Schwäche. Operativ dürfte Catalis zwar natürlich gehedgt sein, da Umsätze und Kosten der Tochtergesellschaften gleichermaßen in den relevanten Währungen, insbesondere USD und GBP, anfallen. Allerdings entstehen aus der Euro-Schwäche Translationsgewinne aus den Tochtergesellschaften.

Wir sehen die folgenden unternehmensbezogenen **Schwächen** von Catalis:

Schwächen

- ✦ Bereits über mehrere Jahre hat Catalis Financial Covenants ihrer Bankkredite verletzt. Seither sind die Bankverbindlichkeiten als kurzfristig klassifiziert.

Es ist u. E. ausgeschlossen, dass Catalis eine sofortige Zahlungsaufforderung seitens der kreditgebenden Bank erfüllen könnte.

- ✦ Zuletzt wurde 2008 ein positives Betriebsergebnis erzielt, in den drei nachfolgenden Jahren wurden operative Verluste in Höhe von EUR -6,7 Mio. erwirtschaftet. Diese waren nicht allein auf den Einstieg in den Markt für Videospiele im Eigenvertrieb zurückzuführen. Zu ihrer Deckung war eine Reihe von Kapitalmaßnahmen erforderlich, und es kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch im laufenden Jahr nochmals eine Kapitalerhöhung erforderlich sein könnte.
- ✦ Grundsätzlich sind die Märkte, in denen Kuju tätig ist, von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt. Um deren Auswirkungen zu mildern, ist Kuju in mehreren Ländern präsent, in verschiedenen Sektoren tätig und versucht den Markt durch M&A-Aktivitäten zu konsolidieren. Trotz des zunehmenden Marktaustritts von Wettbewerbern wie der deutschen Spieleentwickler Spellbound Entertainment, Reaktor Media oder dtp entertainment, die alle in diesem Jahr Insolvenz angemeldet haben, ist der Preis immer noch einer der dominierenden Einflussfaktoren auf die Auftragsvergabe. Daher könnte es auch in den kommenden Jahren zu weiteren Preiszugeständnissen kommen.
- ✦ Als Work-for-Hire-Plattform ist Kuju vom wirtschaftlichen Abschwung stärker und länger betroffen als Testronic, da Kujus Kunden erst bei Vollauslastung ihrer eigenen Entwicklungskapazitäten Outsourcing-Dienstleistungen vergeben.
- ✦ In der Spieleentwicklung muss sich Kuju gegen eine Vielzahl von Wettbewerbern behaupten. Ob Kuju weiter ein Wachstum auf dem Niveau des Gesamtmarktes oder sogar auf Kosten der Marktanteile von Wettbewerbern erzielen kann, ist von der Qualität der Entwicklungsleistungen abhängig.
- ✦ Die Marktkapitalisierung des Free Floats von EUR 4,3 Mio. (per 09. Juli 2012) wird für ein Engagement seitens institutioneller Investoren häufig als zu gering eingeschätzt. Mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen von nur 300.000 Stück Aktien oder EUR 30.000 pro Tag während der letzten 52 Wochen muss auch die geringe Liquidität der Aktie beachtet werden.

Nachstehende **Chancen** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Catalis tätig ist:

Chancen

- ✦ Der Trend zur Auslagerung von Entwicklungs- und Qualitätssicherungsfunktionen durch globale Medienunternehmen hält an.
- ✦ Auch in einem rezessiven Umfeld ist Qualitätssicherung ein unverzichtbarer Bestandteil der Wertschöpfungskette von Medienunternehmen, insbesondere wenn es sich um Massenprodukte wie Datenträger handelt.
- ✦ Auch wenn sich der Trend noch nicht in Zahlen niedergeschlagen hat, wird der physische Verleih zukünftig immer stärker von Video-Streaming abgelöst werden. Bedeutende Schlagwörter dieses Trends sind Video On Demand (VoD), Electronic Sell Through (EST) und Download To Own (DTO). 3D als Videoformat wird daher auch im Home Entertainment immer wichtiger. Als Marktführer für Quality Assurance und Testen wird daher Testronic von diesem Trend besonders profitieren.
- ✦ Im Verhältnis zu den Produktionskosten eines Films sind die Kosten für das Testen einer DVD oder einer Blue-ray vernachlässigbar. Aufgrund der geringen Preissensibilität, der unvermindert hohen Marktwachstumsraten und der führenden Marktstellung von Catalis im Bereich Qualitätssicherung und Testen dürfte sich die Wettbewerbsintensität mittelfristig nicht verändern.
- ✦ Die Markteintrittsbarrieren für Newcomer sind in beiden Nischen, in denen Catalis tätig ist, unverändert hoch. Gerade die langfristig gewachsenen Kundenbeziehungen stellen für Testronic wie für Kuju einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor dar.
- ✦ Das Kundenportefeuille von Catalis zeichnet sich nach Einschätzung des Managements durch seine hohe Bonität aus. Der Forderungsausfall ist vernachlässigbar.

Nachstehende **Risiken** betreffen jedes Unternehmen, das in denselben Industrien wie Catalis tätig ist:

Risiken

- ✦ In den USA, dem Vorreiter jeder technologischen Entwicklung im Bereich Home Entertainment, wurden im vergangenen Jahr etwa vier Fünftel der Ausgaben für Unterhaltungselektronik für packaged Media ausgegeben. Die verbleibenden 20% flossen bereits in Streaming und abonnentenbasierte VOD-Dienste wie Netflix, Hulu oder Amazon Prime. Sollte dieser Trend anhalten und sich auch auf andere Länder ausdehnen, könnte dies langfristig negative Auswirkungen auf das Kerngeschäft von Catalis haben.
- ✦ Von einem Stimmungsumschwung vor dem Hintergrund der europäischen sowie der amerikanischen Schuldenkrise und einem erneuten konjunkturellen Einbruch würden die Kunden von Catalis unserer Einschätzung nach überdurchschnittlich betroffen werden. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum würde sich damit zeitnah auf die Ertragslage von Catalis niederschlagen.
- ✦ Die Verträge mit Catalis Kunden sind grundsätzlich zeitlich befristet, in der Regel auf ein bis drei Jahre. Zwar werden die Verträge bei Zufriedenheit des Kunden verlängert, eine Garantie besteht allerdings nicht und grundsätzlich können sich auch Wettbewerber von Catalis um den Prüf- oder Entwicklungsauftrag bewerben.

Markt und Wettbewerbsanalyse

Seit der Veröffentlichung des Spielhallenklassikers Pong vor 40 Jahren hat sich die Videospieldindustrie von einem Nischenmarkt für der wenige Enthusiasten zu einem ernstzunehmenden Zweig der Unterhaltungsindustrie entwickelt. Weltweit wurden mit Videospiele im vergangenen Jahr rund USD 57,2 Mrd. Erlöst, rund 60% mehr als 2006, als die Nintendo Wii-Konsole auf den Markt gebracht wurde. Damit ist die Videospieldindustrie zweimal so groß wie die Musikindustrie, etwa ein Viertel größer als die Umsätze aller Zeitschriftenverlage der Welt, und erreicht etwa zwei Drittel der Filmindustrie. Es wird erwartet, dass der Weltmarkt bis 2015e auf USD 79,5 Mrd. ansteigen wird (CAGR 2011-15e 6,8%). Während im vergangenen Jahr die traditionellen Abspieldplattformen Konsolen und PCs für deutlich mehr als die Hälfte des Gesamtmarktes verantwortlich waren, dürfte dieser Einfluss in den kommenden vier Jahren zu Lasten der beiden „modernen“ Plattformen Online und Mobil auf deutlich unter 50% zurückgehen.

Die Geschichte des Videospiele in einem Absatz

Videospiele haben sich in den vergangenen 50 Jahren von technischen Versuchen an Universitäten zu einer der einflussreichsten Freizeitgestaltungsformen des 21. Jahrhunderts entwickelt. Mussten zu Beginn des Videospieldzeitalters noch spezielle Spielecomputer an das Fernsehgerät angeschlossen werden, was die Begrifflichkeit des Telespiels prägte (Beispiel Pong), waren die 1970er Jahre von Arcaden-Spielen dominiert, also von vor allem in Einkaufszentren oder Spielhallen aufgestellten Spielautomaten, auf denen bevorzugt schnelle, actionreiche Spiele mit kurzer Spielzeit und steiler Lernkurve gespielt wurden. In den 1980er Jahren wurden Telespiele von Konsolenspielen abgelöst, auf denen zu Beginn bevorzugt die Arcaden-Spiele für den Heimgebrauch umgesetzt wurden, später dann eigene Spiele entwickelt wurden. Mit dem Aufkommen des PCs entwickelten sich Konsolen- und PC-Spiele anfangs auseinander, wurden Mitte der 1990er Jahre von den Spieleentwicklern aus Vermarktungsgründen wieder zusammengeführt, da einheitliche Speichermedien wie CD-ROM oder DVDs und eine kompatible Hardware die Möglichkeit geben, Videospiele für verschiedene Konsolen wie für den PC parallel und damit kostengünstiger zu entwickeln.

Spiele wie Black Ops-Call of Duty erwirtschaften innerhalb von vier Wochen Erlöse von mehr als USD 1 Mrd.

ABBILDUNG 6: PONG (1972, LS) VS. FINAL FANTASY XIV (2012, RS)



40 Jahre Videospield-Geschichte in zwei Screenshots.

QUELLE: SQUARE ENIX, ATARI, SPHENE CAPITAL

Videospiele werden von Spieleentwicklern erstellt, in der Regel von sogenannten Studios („Developer“), in denen Game Designer, Produzenten, Autoren, Grafikdesigner, Programmierer, Level-Designer, Tongestalter, Musiker und Spieltester in Teams von 20 bis 50 Entwicklern an der Entwicklung von Videospiele zusammenarbeiten. Mit wachsender Bedeutung der Spielebranche und der zunehmend komplexeren Technologie sind die durchschnittlichen Entwickleranzahl sowie die Entwicklungsdauer im Zeitablauf sukzessive angestiegen. Heute dauert die Herstellung eines modernen, kommerziellen Spiels zwischen einem und drei Jahren, die damit verbundenen Entwicklungskosten übersteigen inzwischen häufig die USD 15 Mio.-Marke.

Die durchschnittlichen Lebenszyklen von Entwicklungsstudios sind kurz. Häufig werden einzelne Videospiele von einem Studio entwickelt, das sich anschließend wieder auflöst. Aufgrund dieser unsicheren Beschäftigungslage ist zu beobachten, dass sich Entwickler verstärkt in bestimmten Regionen ansammeln,

Nur rund 5% aller auf den Markt gebrachten Videospiele sind profitabel.

um sich rasch benachbarten Studios anzuschließen oder neue Teams zu gründen.

TABELLE 5: DIE GESCHICHTE DES VIDEOSPIELS IN MEILENSTEINEN

1962	Entwicklung von Spacewar! für Mainframe-Computer, dem Vorläufer von Computer Space
1971	Das moderne Videospielezeitalter beginnt mit dem Launch von Computer Space, das in Spielhallen zum Einsatz kommt. Entwickler von Computer Space sind Nolan Bushnell und Ted Dabney, die späteren Gründer von Atari.
1972	Atari veröffentlicht mit dem Spielhallenklassiker Pong und 19.000 verkauften „Pong-Maschinen“ das erste kommerziell erfolgreiche Videospiele der Welt. Magnavox bringt die erste Videospielekonsole für den Heimgebrauch auf den Markt, die Magnavox Odyssey.
1977	In Videospiele der zweiten Generation, v. a. von SNES, Nintendo 64 oder Sega Mega Drive, kommen erstmals proprietäre Steckmodule (Cartridges oder Kassetten) zum Einsatz. Erster Crash des nordamerikanischen Videospielemarktes, verursacht durch eine Reihe minderwertiger Pong-Clones.
1978	Beginn der „Goldenen Ära für Spielhallenvideospiele“ Taito entwickelt Space Invaders für Spielhallen und kurze Zeit später für Konsolen (Atari 2600), eines der frühesten Shooting-Games. Space Invaders wurde eine Inspiration für eine ganze Generation nachfolgender Videospiele und war letztlich ursächlich dafür, dass Videospiele zu einer globalen Industrie aufstiegen.
1979	Unzufriedene, weil unterbezahlte Atari-Entwickler verlassen ihren Arbeitgeber und gründen Activision, den ersten Third-Party-Spieleentwickler der Welt. Zuvor wurden Spiele ausschließlich von den jeweiligen Herstellern der Spielekonsolen entwickelt.
1980	Namco veröffentlicht Pac-Man Erste farbige Spielhallenspiele CLOAD veröffentlicht Dungeons n Dragons, das erste RPG (Role Playing Game) auf dem PC.
1983-85	Eine Reihe qualitativ minderwertiger Videospiele und eine unüberschaubare Konsolenvielfalt führen zum zweiten Zusammenbruch der US-Videospieleindustrie nach 1977. Binnen zweier Jahre brachen die Videospieleumsätze in Nordamerika um 97% von USD 3,2 Mrd. auf etwa USD 0,1 Mrd. ein.
1984	Aufkommen von IBM kompatiblen PCs, den sogenannten „Home Computern“: Auf Kosten von Konsolenspielen werden Computerspiele eine technologisch und wirtschaftlich immer bedeutendere Plattform für Videospiele.
1985	Launch des Nintendo Entertainment System (NES oder kurz Nintendo), einer 8-Bit Videospielekonsole der dritten Generation, einer Plattform, die erstmals für Produkte von Drittentwicklern freigegeben wurde. Ablösung des Joysticks durch den Gamepad, einem Gamecontroller, der mit beiden Händen gehalten wird, dem heute noch üblichen Eingabegerät für Spielekonsolen.
1980er	Aufbau der europäischen Videospieleindustrie
1987	Launch von NECs PC-Engine, der ersten 16-bit Konsole, zugleich Start der vierten Videospielekonsolengeneration
1988	Beginn der Rivalität zwischen Super Nintendo Entertainment System und Sega Genesis/Sega Mega Drive
1989	Nintendo bringt den Game Boy auf den Markt, eine tragbare 8-bit Handheld-Konsole.
1992	Der Erfolg von Wolfenstein 3D popularisiert das Genre der First-Person Shooter oder Ego Shooter Spielen.
1993	Fünfte Videospielegeneration, die von den Konsolen Nintendo 64, Sega Saturn und Sony PlayStation dominiert wurde. Wesentliches Kennzeichen der vierten Generation war der Übergang von Rastergraphiken zu 3D-Spielen.
1995ff	Aufgrund begrenzter Speicherkapazität wurden Steckmodule immer häufiger von CD-ROMs abgelöst („Media-War“). Höhepunkt des Konsolenkriegs, operativer Niedergang von Atari und Sega.
1996	Launch von Tomb Raider, einem Franchise-Produkt aus Videospiele, Comic, Roman, Theme Parks und Spielfilmen mit Lara Croft als erste virtuelle Ikone der Videospieleindustrie.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

TABELLE 5: DIE GESCHICHTE DES VIDEOSPIELS IN MEILENSTEINEN (FORTS.)

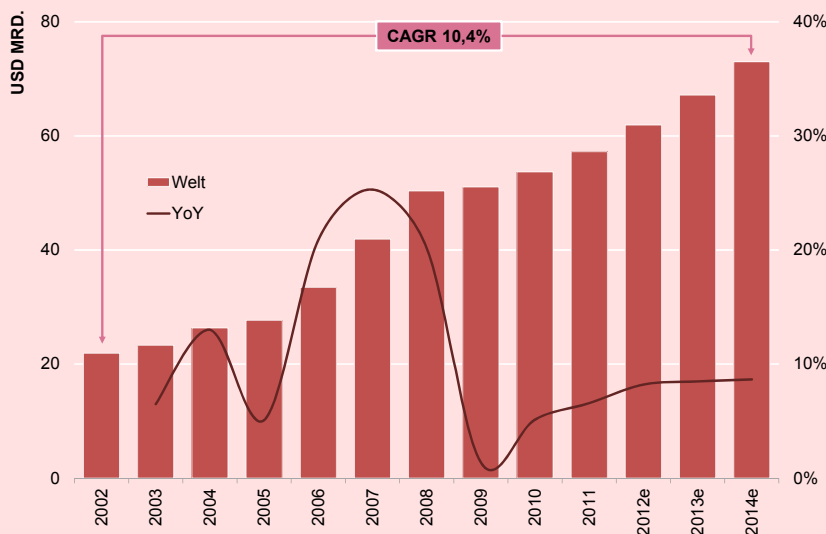
1998	128 bit-Ära, auch sechste Generation genannt. Die bekanntesten Plattformen waren Sony PlayStation 2, mit mehr als 150 Mio. verkauften Einheiten die erfolgreichste Konsole in der Geschichte des Computerspiels, Microsoft Xbox (21 Mio.), Nintendo GameCube (22 Mio.) und Sega Dreamcast (11 Mio.). Mit dem Nokia 6110 wird mit Snake erstmals ein Videospiel auf einem Handy ausgeliefert.
2000ff	Einbindung von Spielefunktionalitäten in spielefremde Plattformen wie Handys, MP3 Player oder PDAs. Konsolen werden immer häufiger mit Modems und DVD-Playern ausgestattet („Medienkonvergenz“), Beginn des Online-Gaming. Spielehersteller übernehmen eine Cross-Plattform-Strategie und veröffentlichen Spiele auf unterschiedlichen Plattformen wie PCs, allen wesentlichen Spiele- und Handheld-Konsolen.
2001	Sinkende Preise für Breitbandinternet ermöglichen den Launch von World of Warcraft (WoW) durch Blizzard Entertainment, das erste clientbasierte Massively Multiplayer Online Role-Playing Game (MMORPG).
2005	Siebte Videospielgeneration mit der Microsoft Xbox 360 (HD-Auflösung), Sonys PlayStation 3 (HD-Auflösung und integriertem Blu-ray-Player) und Nintendos Wii mit eingebautem Bewegungssensor, Erschließung neuer Zielgruppen wie Frauen, Familien, Newcomer durch einfache, intuitiv erlernbare Fitness-Spiele
2007	Launch des iPhone, einem Smartphone mit virtuellem Multitouchscreen, Mediaplayer, Videokamera, PDA, Handheld Spielkonsole, Internetanschluss, WiFi- und 3G-Zugang, dem vorläufigen Höhepunkt an medialer Konvergenz
2008	Renaissance von einfachen, i. d. R. browserbasierten Videospielen (Casual Games), die, leicht zugänglich und intuitiv erlernbar sind und rasch eine große Masse an Spielern ansprechen. Als Social Network Games werden sie insbesondere über Facebook populär (Bsp.: Farmville)
2012	Obwohl der Lebenszyklus einer Konsolengeneration durchschnittlich fünf Jahre beträgt, ist noch keine achte Generation auf den Markt gekommen. Die Integration von Bewegungsmeldern wird von Sony und Microsoft als Erweiterung der siebten Generation angesehen.

QUELLE: SPHENE CAPITAL

CAGR 2011-14e von 8,6% erwartet

Der Weltmarkt für Videospiele wird nach Schätzungen von PWC bis 2015e auf USD 79,5 Mrd. ansteigen, nachdem dieser noch 2011 bei USD 57,2 Mrd. lag. Dies entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 8,6%. Mit einer CAGR von 16,3% werden im asiatisch-pazifischen Raum überdurchschnittliche Wachstumsraten erzielt werden. An zweiter Stelle rangiert dabei Lateinamerika (CAGR 10,5%), während in Nordamerika ein unterdurchschnittliches Wachstum erwartet wird.

ABBILDUNG 7: WELTMARKT FÜR VIDEOSPIELE, 2002-2014E



Mit einem Umsatz von USD 57,2 Mrd. war der Weltmarkt für Videospiele auch im vergangenen Jahr von einer ausgesprochen hohen Wachstumsdynamik geprägt. Ursächlich hierfür waren in erster Linie Online- und Mobilfunk-Spiele, die einen leichten Umsatzrückgang bei den Konsolenspielen überkompensierten.

QUELLE: PRICEWATERHOUSECOOPERS, WILKOFKY GRUEN, SPHENE CAPITAL

Klassischerweise wird der Markt für Videospiele in drei Teilmärkte aufgeteilt:

- ✦ Das klassische Konsolen-Spiel für PS3, Wii oder XBOX360, das als Box im Einzelhandel angeboten wird. Alle marktführenden Hersteller sind hier vertreten, also Electronic Arts (EA), Activision oder Ubisoft, Warner oder Disney. Bei Entwicklungskosten von bis zu USD 25 Mio. liegen die durchschnittlichen Entwicklungszeiten bei bis zu zwei Jahren.
- ✦ PC-basierte Multiplayer-Games wie MMORPGs, die von Herstellern wie Activision, CCP oder NC Soft als Boxenprodukt im Einzelhandel vertrieben werden. Mit durchschnittlich drei Jahren sind die Entwicklungszeiten länger als bei den Konsolenspielen, ebenso die Entwicklungskosten, die mit USD 50 Mio. und mehr veranschlagt werden können. Für den Käufer fallen neben einer Einmalgebühr auch monatliche Nutzungsgebühren an, die die Wartungskosten des Spieleherstellers decken sollen.
- ✦ Einfache, browserbasierte Spiele in Sozialen Netzen, die für den User steile Lernkurven ermöglichen. Sie werden innerhalb von Sozialen Netzen wie Facebook gespielt. Führende Studios wie Zynga, Playdom oder Play Fish entwickeln derartige Casual Games in weniger als sechs Monaten zu Entwicklungskosten von unter USD 0,5 Mio. Für den User ist das Spiel umsonst, wobei Upgrades auf tiefere Levels oder bestimmte virtuelle „Spiel“-waren meist für USD 1-2 käuflich erworben werden müssen.

TABELLE 6: DREI GESCHÄFTSMODELLE FÜR VIDEOSPIELE

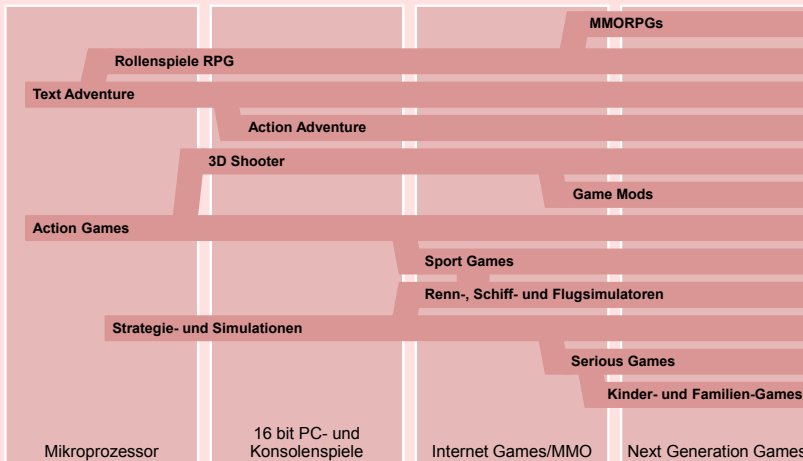
	Multiplayer / Online	Einzelhandelsboxen	Social / Browser / Mobil
Spielbeschreibung	Virtuelle Welten	Action Musik Sport Rennspiele	Einfache Spiele mit steiler Lernkurve, i.d.R. 2D
Beispiele	World of Warcraft Eve Online Lineage	Call of Duty: Black Ops Guitar Hero Gran Turismo	Farmville Club Penguin
Peers	Activision CCP Microsoft NC Soft	Activision Electronic Arts Ubisoft Warner Bros. Disney Sony Nintendo Konami Capcom SquareEnix	Big Point Game Forge Bob mobile Zynga Playdom Play Fish
Entwicklungskosten	> USD 50 Mio.	USD 1-25 Mio.	> USD 0,5 Mio.
Wartungskosten	> USD 10 Mio. p.a.	n/a	Abhängig vom Geschäftsmodell
Time to market	3 Jahre	1-2 Jahre	1-4 Monate
Geschäftsmodell	Einzelhandelspreis USD 50	Einzelhandelspreis USD 50	I. d. R. umsonst Verkauf von In-game-Items für USD 1-2 pro Stück
Marktgröße	USD 8 Mrd.	USD 25 Mrd.	USD 5 Mrd.

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Konsolen dominieren noch

Mit einem Anteil von 50% waren Konsolen im vergangenen Jahr die vorherrschende Plattform. Der Anteil von PC-Spielen, der zweiten traditionellen Spieleplattform, lag bei 7%, ebenfalls mit rückläufiger Tendenz. Demgegenüber haben in den vergangenen Jahren die „modernen“ Plattformen, Mobil und Online, sukzessive an Bedeutung gewonnen. Hierfür ist vor allem die zunehmende Verbreitung von Smartphones und Tablet-PCs verantwortlich, deren Spiele sich in punkto Qualität und Komplexität immer stärker den Konsolenspielen annähern.

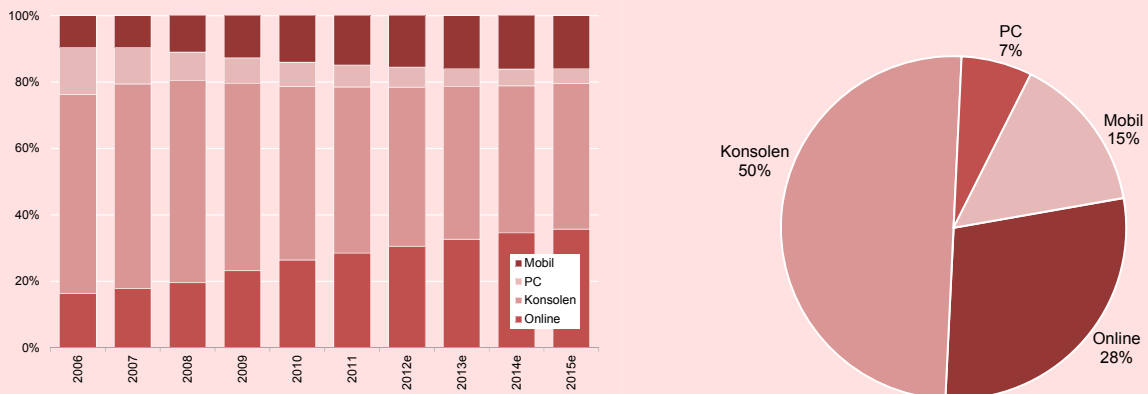
ABBILDUNG 8: VIDEOSPIELE IM ÜBERBLICK



QUELLE: SPHENE CAPITAL

Zusätzliche Dynamik in den Markt der Online-Spiele bringt Cloud Gaming, bei dem Spiele nicht mehr auf die Hardware geladen, sondern gegen Gebühr direkt auf dem Server des Anbieters gestartet werden. Auch Cloud Gaming adressiert vor allem an die Nutzer von Tablet-PCs.

ABBILDUNG 9: WELTMARKT NACH PLATTFORM, 2006-14E (LS), 2011 (RS)

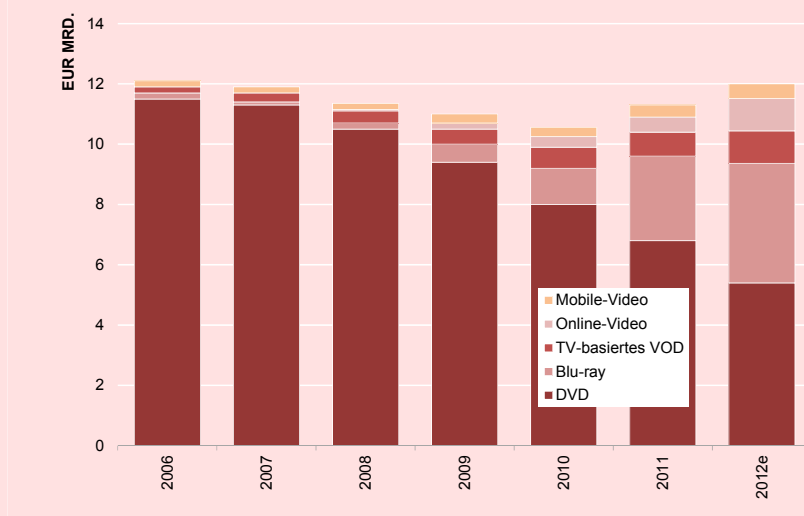


QUELLE: PRICEWATERHOUSECOOPERS, SPHENE CAPITAL

Nachdem die Unterhaltungselektronikindustrie im dritten Quartal 2011 erstmals seit Beginn der Finanzmarktkrise positive Zuwachsraten verkünden konnte, hält dieser positive Trend bislang weiter an. Ein wichtiger Einflussfaktor hierfür sind die steigenden Penetrationsraten von Blu-ray-Disks und –Playern, hervorgerufen insbesondere durch Combo-Packs und 3D-Blu-ray-Disks.

Der Terminus Blu-ray-Disk bezieht sich auf den blauen Laser, der für das Lesen der CD eingesetzt wird. Blaue Laser sind in der Lage, Informationen zu verarbeiten, die mit einer größeren Dichte gespeichert werden als die für die Verarbeitung von DVDs eingesetzten roten Laser. Der erste Prototyp einer Blu-ray-Disk wurde im Oktober 2000 vorgestellt, der erste Blu-ray-Player im April 2003. Das erste Modell kam im Juni 2006 in den Handel. Für das Jahr 2015 wird geschätzt, dass 105 Mio. Blu-ray-Player auf den Markt kommen werden.

ABBILDUNG 10: VIDEO, US-EINZELHANDELSUMSÄTZE, 2006-12E



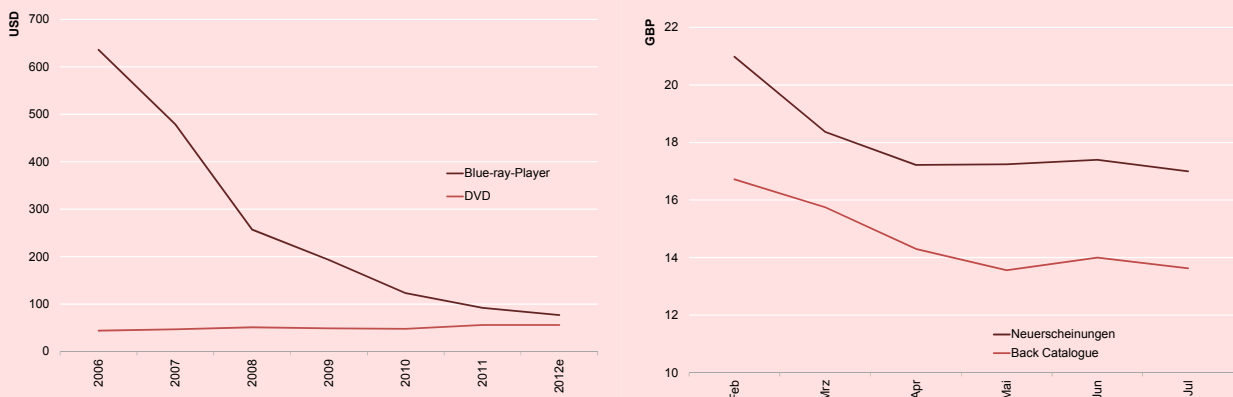
Paketbasierte Videosysteme, also DVD und Blu-ray Disks, bestehen aus den Einzelhandelsumsätzen und dem Verleihgeschäft. Im Jahr 2012 werden sie nach Einschätzung von Futuresource für rund 78% des Videomarktes verantwortlich sein.

QUELLE: FUTURESOURCE CONSULTING, SPHENE CAPITAL

Treiber sind sinkende Hardware-Preise und die zunehmende Modellvielfalt

Der wesentliche Treiber für den Markterfolg von Blu-ray-Spielen sind sinkende Hardware-Preise. So sind die Durchschnittspreise für Blu-ray-Player nur sechs Jahre nach Einführung des Videoformats auf dem Niveau von DVD-Playern angekommen:

ABBILDUNG 11: EINZELHANDLSPREISE USA, 2006-12E (LS), PREISE FÜR BLU-RAY-DISKS UK, 2010 (RS)



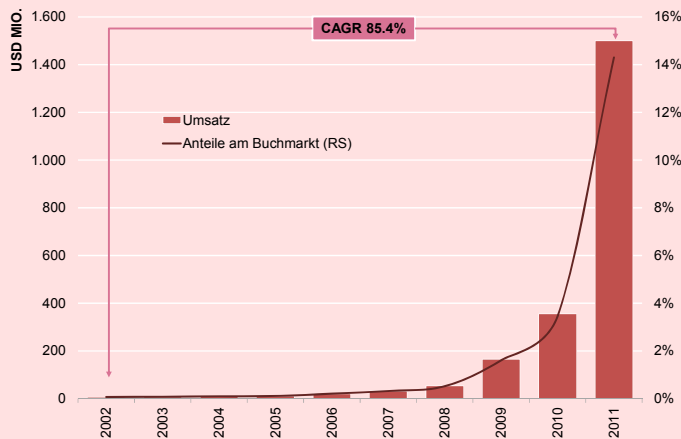
QUELLE: FUTURESOURCE CONSULTING, SPHENE CAPITAL

Der Markt für Qualitätssicherung medialer Produkte ist ausgesprochen intransparent, was eine Analyse der Ertragspotenziale für Testronic schwierig gestaltet. Weder existieren öffentlich zugängliche Markt- oder Wettbewerbsanalysen noch werden die Marktanteile der einzelnen Peers publiziert.

2011 war in den USA jedes siebte verkaufte Buch ein E-Book

Ein weiterer relevanter Markt für Catalis ist das Testen von E-Books. Obwohl hierzulande laut GfK der Umsatzanteil von E-Books am Endkunden-Buchmarkt (ohne Schul- und Fachbücher) im vergangenen Jahr nur bei rund 1,0% (nach 0,5% im Vorjahr) gelegen hatte, sind diese Zahlen stark steigend: 4,7 Mio. Bücher wurden im vergangenen Jahr in Deutschland kostenpflichtig heruntergeladen, ein Wert von EUR 38 Mio. (+77% gegenüber 2010). Mittlerweile hat bereits die Hälfte aller Verlage E-Books im Programmangebot. In den USA beträgt der Umsatzanteil der rund 950.000 lieferbaren Titel bereits 6,2%, im Roman-Segment sind es 13,6%. Weltweit wurden 5,2% aller Buchumsätze mit E-Books erwirtschaftet - USD 3,9 Mrd. von insgesamt USD 75,8 Mrd.

ABBILDUNG 12: E-BOOK-UMSÄTZE, USA, 2002-2011



In den USA war im letzten Jahr bereits jedes siebte verkaufte Buch ein E-Book.

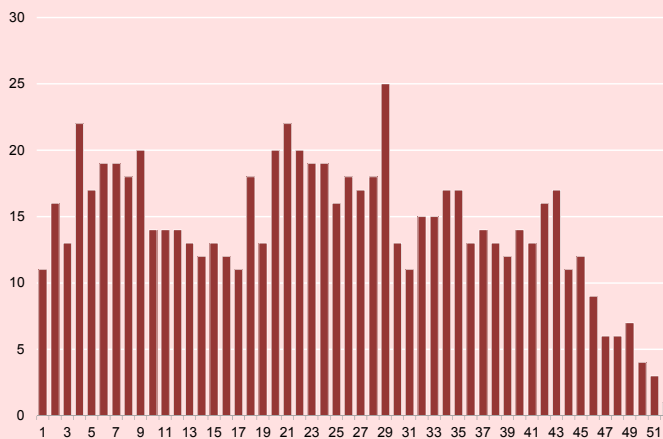
QUELLE: USA TODAY, SPHENE CAPITAL

Die wesentlichen Treiber für E-Books sind

- ✦ Steigende Penetrationsraten von E-Book-Readern
- ✦ Im Vergleich zum Buch günstigere Kaufpreise von E-Books
- ✦ Steigende Anzahl auslieferbarer E-Books seitens der Verlage
- ✦ Steigende Bereitschaft zu mobilen Lesegeräten
- ✦ Steigende Zahl an Marktteilnehmern im E-Book-Segment
- ✦ Flexible Zahlungsmöglichkeiten (Pay per Download, Abonnementmodelle, Werbemodelle etc.)

1,6 Mio. Menschen in Deutschland hatten 2012 einen E-Reader, im Vergleich zu 380.000 in 2011. Dazu kommen rund 3,2 Mio. Tablet-PCs, auf denen ebenfalls E-Books gelesen werden können (Quelle GfK).

ABBILDUNG 13: ANZAHL DER BÜCHER IN DER TOP 50-LISTE, BEI DENEN MEHR E-BOOKS ALS PAPIERBÜCHER VERKAUFT WURDEN, USA, 2011



Im Durchschnitt des Jahres 2011 wurden bei 15 Titeln aus der Top 50-Bestsellerliste mehr E-Books verkauft als herkömmliche Bücher.

QUELLE: USA TODAY, SPHENE CAPITAL

Performance der Aktie

Per Saldo konnten Investoren mit der Catalis-Aktie in den vergangenen Jahren nur eine stark unterdurchschnittliche Performance erzielen, sowohl absolut als auch relativ gegenüber dem DAX. Gleiches gilt auch für einen Ein Jahres-Zeitraum, in dem sich die Abwärtsbewegung nach Veröffentlichung des 2011er Jahresabschlusses sogar noch verstärkte. Mit den verbesserten operativen Aussichten und der Fokussierung auf das Kerngeschäft rechnen wir jedoch damit, dass die Catalis-Aktie in den kommenden zwölf Monaten zu den Outperformern an den deutschen Kurszetteln zählen wird.

Kursperformance LTM

Im laufenden Jahr ebenso wie innerhalb der letzten zwölf Monate zeigte der Kurs der Catalis-Aktie, bis auf wenige Ausnahmen, nur in eine Richtung: Nach unten. Eine Outperformance war allenfalls auf Wochensicht möglich. Derzeit notiert die Aktie mit einem Kurs von EUR 0,09 nahe ihrer Allzeittiefststände. Damit liegt die Aktie aktuell 34.8% bzw. 72.0% unter ihren Kursen zum Jahresanfang bzw. vor zwölf Monaten.

Mit derzeit rund 58,9 Mio. Aktien beläuft sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens auf der Basis des letzten Schlusskurses von EUR 0,09 auf EUR 5.3 Mio., die Marktkapitalisierung des Free Float beträgt rund EUR 4.3 Mio.

Überverkauft

Eine Analyse der Kursperformance zeigt, dass die Catalis-Aktie deutlich überverkauft ist. Seit Anfang des Jahres hat die Aktie mehr als 34.8% ihres Wertes verloren. Gegenüber dem DAX, der seither 8.7% hinzugewinnen konnte, ist dies eine deutliche Underperformance. Es ist daher nicht auszuschließen, dass der Kursrückgang auch auf makroökonomische Bedenken oder auf eine allgemeine Verlagerung des Investoren-Sentiments von Small Caps auf Large Caps zurückzuführen ist. Catalis weist nicht gerade den besten Track Record auf, vor allem, wenn man die schwache Performance des vorherigen C-Level-Managements berücksichtigt. Allerdings dürften Befürchtungen, dass Catalis im aktuellen konjunkturellen Umfeld deutlich schwächer performen sollte als seine Kunden, jeder Grundlage entbehren. Nachstehender Chart unterstützt daher unsere Ansicht, dass die Catalis-Aktie aktuell überverkauft ist.

ABBILDUNG 14: PERFORMANCE, LTM



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Kursperformance der letzten fünf Jahre

Dies ändert sich, wenn wir den Beobachtungszeitraum auf fünf Jahre ausdehnen, nur wenig (vgl. hierzu Abbildung **15**). Gegenüber den Höchstkursen von EUR 1,26, die im Juni 2007 erreicht wurden, hat die Aktie damit über 94% ihres Wertes eingebüßt.

IPO der Gesellschaft war Juli 2000, zur Hochphase des Neuen Marktes

Die Aktien von Catalis werden im regulierten Markt (General Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse, auf Xetra und an den Börsenplätzen Stuttgart, München und Berlin gehandelt. Als Unternehmen des Regulierten Marktes ist die Catalis-Aktie in einem gesetzlich regulierten Marktsegment notiert. Die Transparenzanforderungen übersteigen den Entry Standard deutlich. Unter anderem verpflichten sich Unternehmen im General Standard dazu,

- ✦ Jahresberichte spätestens vier Monate und
- ✦ Halbjahresberichte spätestens zwei Monate nach Ultimo zu veröffentlichen,
- ✦ Zwischenmitteilungen zum ersten und dritten Quartal abzugeben,
- ✦ die Ad-hoc-Publizitätspflicht des WpHG einzuhalten,
- ✦ Directors' Dealings nach WpHG offenzulegen,
- ✦ Mitteilungen zu Meldeschwellen zu veröffentlichen und
- ✦ ein Pflichtangebot bei Kontrollwechsel zu unterbreiten.

ABBILDUNG 15: PERFORMANCE -5 JAHRE



QUELLE: ONVISTA, SPHENE CAPITAL

Prognose der Ergebnis- und Bilanzkennzahlen

Kerngeschäft von Catalis sind Dienstleistungen, die im Auftrag führender Medienunternehmen erbracht werden. Produktverkäufe spielen dagegen zukünftig keine Rolle mehr. Aufgrund des schlanken aber personalintensiven Geschäftsmodells ist die Auslastung der Mitarbeiter ein wesentlicher Erfolgsfaktor. Während bei Testronic eine vorgeschriebene Checkliste fehlerfrei abgearbeitet werden muss, ist Kuju durchaus kreativ und entwirft eigene Spieleideen, die anschließend den Kunden präsentiert und in deren Auftrag innerhalb der vereinbarten Budgets marktreif entwickelt werden.

Allein durch die Beendigung der hochdefizitären Entwicklungsaktivitäten der DDP wird Catalis im laufenden Jahr die Gewinnschwelle überschreiten. Die vom neuen Management ausgegebene Guidance, im laufenden Jahr einen Umsatz von EUR 28-30 Mio. bei einem operativen Ergebnis von EUR 0,8-1,2 Mio. zu erzielen, ist nach unserer Einschätzung glaubhaft und erreichbar.

Auf Segmentebene erwarten wir, dass Testronic bis 2013e durchschnittliche jährliche Wachstumsraten von 16,6% erzielen wird. Für Kuju rechnen wir für 2013e, wenn die voraussichtlich achte Konsolengeneration auf den Markt kommen wird, mit höheren Wachstumsraten als 2012e; per Saldo dürfte die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate in 2012e und 2013e bei 15,2% liegen.

Wir errechnen für 2012e Erlöse von EUR 30,2 Mio. (+14,4%) und ein EBIT von EUR 1,0 Mio.; beide Prognosen liegen innerhalb der Guidance des Managements. In 2013e erwarten wir Erlöse von EUR 35,3 Mio. bei einem EBIT von EUR 2,0 Mio. Die EBIT-Marge wird sich nach unseren Schätzungen bis 2013e auf 5,7% verbessern. Das Ergebnis je Aktie für die beiden Jahre liegt damit bei EUR 0,01 bzw. EUR 0,03.

Vor dem Hintergrund des Covenant-Bruchs wird zukünftig die Entschuldung der Gesellschaft im Fokus des Managements liegen. Mit Ausschüttungen ist damit vorerst nicht zu rechnen. Die Eigenkapitalquote verbessert sich durch die erwarteten Thesaurierungen auf 39,3% in 2013e von 29,3% in 2011.

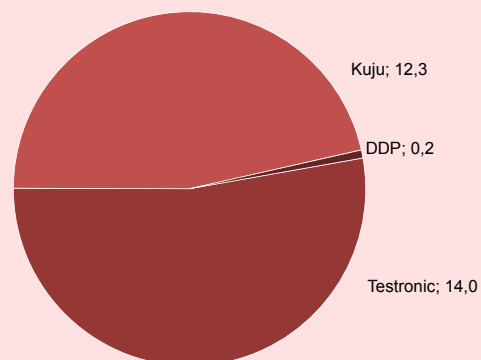
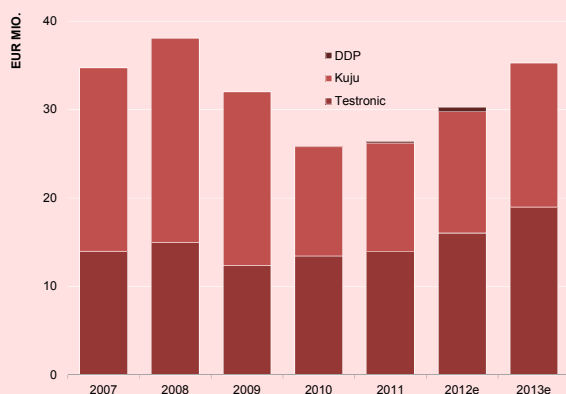
Das Geschäftsmodell von Catalis basiert auf der Vereinnahmung von Dienstleistungserlösen. Der Grad der Personalauslastung ist damit die entscheidende ökonomische Erfolgsgröße. Dabei gibt es Unterschiede zwischen den Modellen beider Bereiche: Während bei Testronic eine vorgeschriebene Checkliste fehlerfrei abgearbeitet werden muss, entwirft Kuju eigene Spieleideen, die anschließend den Kunden präsentiert und in deren Auftrag innerhalb der vereinbarten Budgets marktreif entwickelt werden. Die wesentlichen Erfolgsfaktoren für Testronic sind Fehlerfreiheit und Time-to-market, für Kuju sind diese Budget- und Termintreue.

2011 konnte wieder ein Zuwachs vermeldet werden

Im vergangenen Jahr erzielte Catalis Erlöse in Höhe von EUR 26,4 Mio. (+2,4% YoY). Hiervon wurden EUR 14,0 Mio. von Testronic und EUR 12,3 Mio. von Kuju erwirtschaftet. Die verbleibenden knapp EUR 0,2 Mio. wurden von DDP generiert. Erstmals seit 2008 konnten die Erlöse damit wieder gesteigert werden. Dennoch lagen die Konzernumsätze 2011 um 30,6% unter dem Wert vor der Finanzmarktkrise.

Testronic und Kuju erwirtschafteten 2011 jeweils 53,0% bzw. 46,6% der Umsatzerlöse.

ABBILDUNG 16: UMSATZ NACH SEGMENTEN (LS), 2011 (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Maßnahmen zur Steigerung des Auslastungsgrades der Mitarbeiter

Um den Wachstumspfad im laufenden Jahr wieder zu beschleunigen, hat das Management ein Bündel von Maßnahmen entwickelt, angefangen von einer stärkeren Fokussierung auf das Business Development (Neukundenakquisition) über eine detaillierte Analyse der bestehenden Projekte auf Profitabilität bis hin zur Neubesetzung von Schlüsselpositionen.

Wir erwarten ein durchschnittliches Umsatzwachstum 2012e bis 2013e von 15,5% pro Jahr

Absolut werden die Konzernumsätze im laufenden Jahr nach unseren Schätzungen auf EUR 30,2 Mio. (+14,4%) und im kommenden Jahr auf EUR 35,3 Mio. (+16,7%) ansteigen. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate 2012e bis 2013e liegt damit bei 15,5%. Überdurchschnittliche Wachstumsraten erwarten wir bei Testronic (CAGR 2011-13e 16,6%). Kuju liegt mit einer jährlichen Wachstumsrate von durchschnittlich 15,2% nur unwesentlich darunter. Dies zeigt die große Homogenität des Geschäftsmodells von Catalis.

Wir rechnen mit einer EBIT-Marge in 2013e von 5,7%

Im laufenden Geschäftsjahr 2012e erwarten wir ein EBIT von EUR 1,0 Mio., entsprechend einer Marge von 3,3%, nach einem EBIT von EUR -3,5 Mio. im Vorjahr. Verantwortlich für die operative Verbesserung ist neben der Dekonsolidierung der verlustträchtigen DDP in Verbindung mit eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen, eine erwartete höhere Personalauslastung. Unsere Prognosen werden von der Management-Guidance unterstützt, die einen Anstieg des operativen Ergebnisses in einer Bandbreite von EUR 0,8-1,2 Mio. vorhersieht.

Erwartete Verbesserung der Personalauslastungsquote schlägt sich unmittelbar im EBIT nieder.

ABBILDUNG 17: EBIT UND EBIT-MARGE (LS), EBIT YOY (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Materialaufwandsquote unverändert

Die Materialkosten bestehen im Wesentlichen aus Kosten der Unterlizenzierung und lagen im vergangenen Jahr bei EUR 4,6 Mio. Dies ist gleichbedeutend mit einer Rohertragsmarge von 82,6% (nach 85,4% in 2010). F&E-Aufwendungen fallen bei Catalis nicht in erwähnenswerter Höhe an. Selbst erstellte immaterielle Vermögensgegenstände wurden in Höhe von EUR 1,7 Mio. bei Kuju aktiviert. Für die Folgejahre rechnen wir mit vergleichbaren Kostenpositionen.

Personalaufwendungen steigen leicht an

Zum Jahresende 2011 hatte Catalis 344 Mitarbeiter, 13 weniger als zum entsprechenden Zeitpunkt des Vorjahres. 194 (207) davon waren bei Testronic beschäftigt, 117 (123) bei Kuju und 17 (25) bei DDP. In der Holding waren 3 (2) Mitarbeiter beschäftigt. Jahresdurchschnittlich zählte Catalis 350 Mitarbeiter nach 366 im Vorjahr. Trotz des leichten Personalrückgangs sind die Personalaufwendungen im vergangenen Jahr von EUR 15,5 Mio. auf EUR 16,1 Mio. überraschend deutlich gestiegen; die Personalaufwandsquote erhöhte sich auf 60,9% von 60,3%.

Strategische Zusammenarbeit mit einem führenden Social Games Publisher

Für 2012e und 2013e rechnen wir mit einer deutlichen Verbesserung der Personalaufwandsquote respektive mit einem Rückgang auf 57,5% und 55,8% ge-

messen am Umsatz. Verantwortlich dafür sind weiter sinkende Mitarbeiterzahlen im laufenden Jahr auf dann 330; auch 2013e erwarten wir weitere Produktivitätssteigerungen.

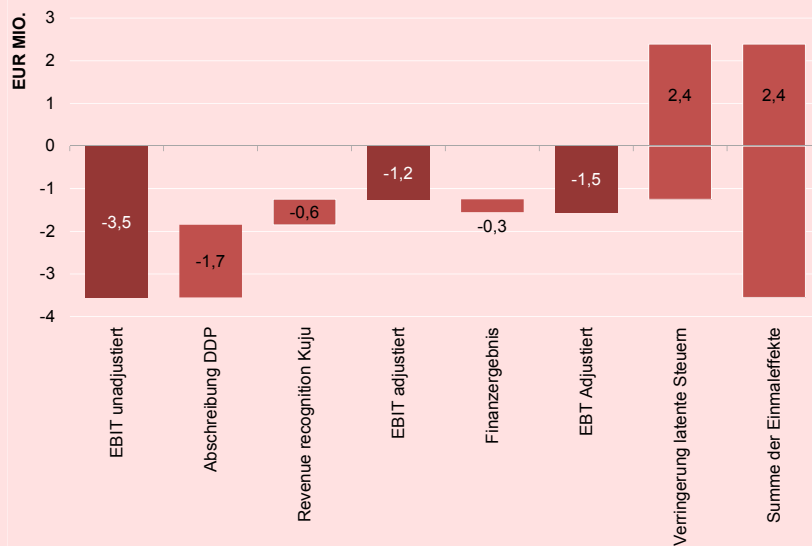
Beginnend im laufenden Jahr dürfte Testronic seine Personalauslastung deutlich verbessern. Ursächlich hierfür ist u. a. eine strategische Zusammenarbeit mit einem führenden Social Games Publisher. Hierfür wurde ein Kooperationsvertrag geschlossen, der vorsieht, dass Testronic bis 2013e bis zu 100 Mitarbeiter einstellt, die ausschließlich für diesen Publisher tätig sind.

Hohe Einmalbelastungen in 2011

In 2011 verbuchte Catalis nicht-wiederkehrende Aufwendungen in Höhe von EUR 5,8 Mio. Diese fielen in drei Kategorien an:

- ✦ EUR 1,7 Mio. aus der Abschreibung des Beteiligungsansatzes der DDP
- ✦ EUR 0,6 Mio. aus der Umsatzrealisierung bei Kuju
- ✦ EUR 3,6 Mio. aus der Abschreibung von aktiven latenten Steuern.

ABBILDUNG 18: ÜBERFÜHRUNG DES EBIT REPORTED IN DAS ADJUSTED EBIT, 2011



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Die Vorsteuerquote steigt von -14,4% in 2011 auf 5,1% in 2013e

Für das Ergebnis vor Steuern erwarten wir nach einem Verlust von EUR -3,8 Mio. in 2011 einen Anstieg auf EUR 0,6 Mio. in 2012e und EUR 1,8 Mio. in 2013e. Wesentlicher Bestandteil der eingeleiteten Sanierungsaktivitäten des neuen Catalis-Managements ist die baldmögliche Entschuldung der Gesellschaft. Insofern erwarten wir in den nächsten Jahren ein deutliches Abschmelzen der Zinsaufwendungen.

Steuerquote in 2011 von der Auflösung latenter Steuern belastet

Im vergangenen Jahr kam es aufgrund der De-Recognition latenter Steuern zu einer hohen Steuerbelastung von EUR 3,6 Mio., nachdem noch im Vorjahr eine Steuerrückzahlung von EUR 0,2 Mio. verbucht worden war.

Hohe steuerliche Verlustvorträge werden in den nächsten Jahren zu einer vernachlässigbaren Steuerbelastung führen.

Aus der Vergangenheit verfügt Catalis über körperschaftssteuerliche Verlustvorträge in Höhe von rund EUR 20,0 Mio., die nicht bilanziert wurden. In Deutschland können nicht ausgeglichene Verluste in den nachfolgenden Zeiträumen bis zu einem Gesamtbetrag der Einkünfte von EUR 1,0 Mio. unbeschränkt, darüber hinaus bis zu 60% des EUR 1,0 Mio. übersteigenden Betrags der Einkünfte abgezogen werden. Wir gehen daher davon aus, dass Catalis im Prognosezeitraum nur eine geringe Steuerquote aufweisen wird.

Jahresüberschuss und Ergebnis je Aktie

Nach Steuern und Anteilen Dritter errechnen wir für 2012e ein Konzernergebnis von EUR 0,6 Mio. und für 2013e von EUR 1,7 Mio. Die Nettomarge steigt damit

EPS dürfte sich bis 2013e auf EUR 0,03 verbessern.

von 1,9% im laufenden Geschäftsjahr auf 4,9% im kommenden Geschäftsjahr an. Bezogen auf 58,9 Mio. Aktien errechnen wir ein Ergebnis von EUR 0,01 je Aktie in 2012e und EUR 0,03 je Aktie in 2013e.

Der ROE steigt bis 2013e auf 19,5% an

Der Return on Equity wird sich im laufenden Geschäftsjahr nach unseren Schätzungen von -74,9% in 2011 auf 7,3% verbessern; das Nettoergebnis profitiert dabei von insbesondere der Dekonsolidierung von DDP. Für die Folgejahre erwarten wir eine weitere Verbesserung der Profitabilität gemessen am Eigenkapital. Dies gelingt trotz einer Rückführung der Verschuldung und damit einem verringertem Leverage. Hauptursache sind damit erneut (1) die erwarteten operativen Ergebniszuwächse und (2) die schlanke Kapitalstruktur von Catalis.

Ergebnisqualität verbessert sich sukzessive

TABELLE 7: DARSTELLUNG DES RETURN ON EQUITY IM DUPONT-SCHEMA

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e
ROE	47,3%	16,5%	16,7%	-2,1%	-17,9%	-74,9%	7,3%	19,5%
Nettomarge	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	1,9%	4,9%
EBIT Marge	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,3%	5,7%
Zinslast	83,4%	62,2%	70,9%	132,3%	151,5%	106,8%	59,1%	88,8%
Steuerlast	99,2%	109,9%	102,5%	14,2%	91,8%	195,9%	96,6%	97,8%
Kapitalumschlag	97,5%	131,9%	134,3%	115,9%	93,9%	100,4%	122,8%	144,2%
Leverage	252,5%	237,6%	223,7%	207,7%	207,2%	265,1%	317,7%	273,1%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Wir erwarten vorerst keine Dividenden

Bislang hat Catalis keine Dividende an seine Aktionäre ausgeschüttet. Angesichts der rückläufigen Eigenkapitalquote und der angestrebten Entschuldung der Gesellschaft gehen wir auch für den kurzfristigen Prognosezeitraum nicht von Ausschüttungen aus.

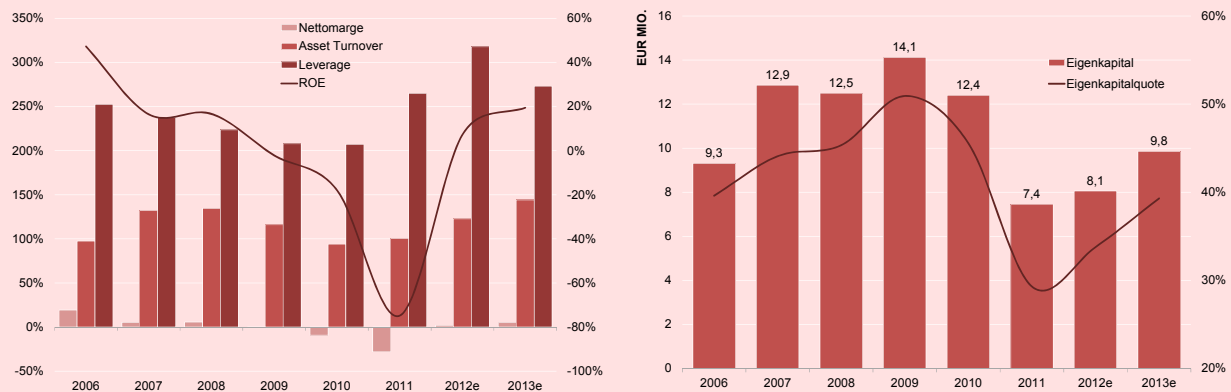
Catalis wird bis 2013e nicht mit der Ausschüttung von Dividenden beginnen.

Cashflow im Gleichschritt mit den Ertragsgrößen

Wir gehen davon aus, dass sich Free Cashflow und Nettoergebnis in den kommenden Jahren gleichförmig entwickeln werden. 2012e und 2013e haben wir lediglich einen Investitionsbedarf in Sachanlagen in Höhe von EUR 0,5-0,6 Mio. p.a. angenommen. Unter dem Strich ergeben sich damit für 2012e und 2013e Free Cashflows in Höhe von EUR 1,2 Mio. bzw. EUR 2,1 Mio.

Free Cashflows steigen wieder

ABBILDUNG 19: ROE (LS), EIGENKAPITALQUOTE (RS)



QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Das Geschäftsmodell von Catalis ist „asset light“

Das Geschäftsmodell von Catalis ist wenig kapitalintensiv. Im vergangenen Jahr beliefen sich die Investitionen in Sachanlagen auf EUR 1,0 Mio. Diese sind insbesondere für den Aufbau eines FBQC-Lab in Burbank und für den Ausbau des Test-Labors in Belgien angefallen. Für 2012e und 2013e rechnen wir mit stabilen Capex auf niedrigem Niveau.

Kapitalmaßnahmen zur Deckung der operativen Verluste von DDP

In den vergangenen zwölf Monaten hat Catalis drei Kapitalerhöhungen durchgeführt.

- ✦ Im Juni 2011 eine Bezugsrechtskapitalerhöhung um EUR 0,541 Mio. auf EUR 4,329 Mio. mit einem Mittelzufluss von EUR 1,250 Mio.
- ✦ Im Oktober 2011 eine Bezugsrechtskapitalerhöhung um EUR 1,158 Mio. auf EUR 5,487 Mio. mit einem Mittelzufluss von EUR 1,158 Mio.
- ✦ Im Januar 2012 eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts um EUR 0,400 Mio. auf EUR 5,887 Mio. mit einem Mittelzufluss von EUR 0,400 Mio.

Net Working Capital

Das Net Working Capital lag zum Ende 2011 bei 9,7 Mio. Es setzt sich zu etwa gleichen Teilen aus Vorräten und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zusammen.

Guidance

Der Vorstand der Catalis hat bereits frühzeitig eine Guidance zu den erwarteten Geschäftszahlen veröffentlicht. Danach wird erwartet, dass die Erlöse im laufenden Jahr auf EUR 28-30 Mio. ansteigen werden. Gegenüber 2011 entspricht dies einem Wachstum zwischen 6,0% und 13,6%. Beim EBIT rechnet das Management mit EUR 0,8-1,2 Mio. Die dieser Prognose zugrundeliegende Betriebsergebnismarge liegt damit zwischen 2,7% und 4,3%.

In den Q1-Zahlen hat sich die inzwischen eingeschlagene Strategie, die das Management mit der Dekonsolidierung der DDP eingeleitet hat, noch nicht niedergeschlagen. Das operative Ergebnis lag unter dem Vorjahreswert.

Ergebnisentwicklung im Q1/2012

Auf Konzernebene wurden im ersten Quartal 2012 Umsätze in Höhe von EUR 6,9 Mio. erwirtschaftet (+13,8% gegenüber Q1/2011). Beim EBIT lag Catalis mit EUR 0,1 Mio. leicht unter dem Vorjahreswert von EUR 0,2 Mio. (dabei lässt die Rundung der Zahlen den Rückgang stärker erscheinen als er in Wirklichkeit war). Ursächlich hierfür war ein deutlich schlechteres Umfeld im Spielbereich. Das Nettoergebnis drehte mit EUR -0,1 Mio. ins Negative, nachdem im Vorjahresquartal noch ein positives Nettoergebnis in Höhe von EUR 0,1 Mio. erzielt werden konnte.

Gewinn- und Verlustrechnung

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	30.226	35.264	39.858
YoY	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	14,4%	16,7%	13,0%
Fremd- und Materialkosten	KEUR	-1.845	-5.262	-3.635	-4.398	-3.758	-4.585	-4.700	-5.576	-6.732
in % der Umsätze	%	-16,1%	-15,2%	-9,5%	-13,7%	-14,6%	-17,4%	-15,6%	-15,8%	-16,9%
Aufwand für Personal	KEUR	-5.042	-20.497	-22.565	-20.054	-15.563	-16.089	-17.389	-19.674	-21.051
in % der Umsätze	%	-44,0%	-59,0%	-59,3%	-62,7%	-60,3%	-60,9%	-57,5%	-55,8%	-52,8%
Verwaltungsaufwendungen	KEUR	-1.700	-5.251	-7.665	-7.345	-6.813	-6.836	-6.231	-7.405	-8.805
in % der Umsätze	%	-14,8%	-15,1%	-20,1%	-22,9%	-26,4%	-25,9%	-20,6%	-21,0%	-22,1%
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.905	2.609	3.269
EBITDA Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	-1,3%	-4,1%	6,3%	7,4%	8,2%
YoY	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	36,9%	25,3%
Abschreibungen	KEUR	-216	-1.041	-1.282	-1.698	-1.363	-2.453	-917	-598	-619
Auf Sachanlagen	KEUR	-209	-915	-1.176	-1.395	-1.203	-847	-618	-598	-619
Amortisation	KEUR	-7	-126	-106	-84	-66	-484	-299	0	0
Goodwill Impairment	KEUR	0	0	0	-219	-94	-1.122	0	0	0
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	988	2.011	2.650
EBIT Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	-6,6%	-13,4%	3,3%	5,7%	6,6%
YoY	%	n/a	0,6%	9,0%	-151,1%	14,4%	108,2%	-127,9%	103,4%	31,8%
Finanzergebnis	KEUR	-442,00	-1011,00	-849,00	-481,00	-878,00	-243,00	-404,00	-226,00	-143,00
davon sonstige Zinserträge	KEUR	-231,00	-764,00	13,00	49,00	8,00	5,00	14,00	19,00	27,00
davon Zinsaufwendungen	KEUR	-211,00	0,00	-543,00	-312,00	-271,00	-389,00	-300,00	-245,00	-170,00
in % vom Nettovermögen	KEUR	0,00	0,00	198,00	84,00	-149,00	-95,00	0,00	0,00	0,00
Währungsdifferenzen	KEUR	0,00	-247,00	-517,00	-302,00	-466,00	236,00	-118,00	0,00	0,00
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	584	1.785	2.507
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	-10,0%	-14,4%	1,9%	5,1%	6,3%
Steuern	KEUR	-18	165	51	1.692	211	-3.637	-20	-40	-240
Steuerquote	%	-0,8%	9,9%	2,5%	-85,8%	-8,2%	95,9%	-3,4%	-2,2%	-9,6%
Nettoergebnis vor Minderheiten	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	564	1.745	2.267
Anteile Dritter	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoerg. nach Drittanteilen	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	564	1.745	2.267
Nettomarge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	-9,2%	-28,1%	1,9%	4,9%	5,7%
YoY	%	n/a	-16,9%	15,7%	-113,2%	749,8%	213,3%	-107,6%	209,1%	29,9%
Anzahl der Aktien	1.000	22.959	26.890	26.890	36.328	37.879	43.047	58.872	58.872	58.872
Anzahl Aktien verwässert	1.000	27.323	29.630	28.643	36.650	37.879	43.047	58.872	58.872	58.872
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04
EPS verwässert	EUR	0,08	0,06	0,07	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Gewinn- und Verlustrechnung (Quartale)

		Q1/2012	Q2/2012	H1/2012	Q3/2012e	9M/2012e	Q4/2012e	2012e
Umsatzerlöse	kEUR	6.902	8.891	15.793	8.393	24.186	6.040	30.226
YoY	%	13,8%	19,0%	16,7%	13,4%	15,5%	10,3%	14,4%
Fremd- und Materialkosten	kEUR	-801	-1.511	-2.312	-1.226	-3.538	-1.162	-4.700
in % der Umsätze	%	-11,6%	-17,0%	-14,6%	-14,6%	-14,6%	-19,2%	-15,6%
Aufwand für Personal	kEUR	-4.206	-4.585	-8.791	-4.482	-13.272	-4.117	-17.389
in % der Umsätze	%	-60,9%	-51,6%	-55,7%	-53,4%	-54,9%	-68,2%	-57,5%
Verwaltungsaufwendungen	kEUR	-1.487	-1.753	-3.240	-1.631	-4.871	-1.361	-6.231
in % der Umsätze	%	-21,5%	-19,7%	-20,5%	-19,4%	-20,1%	-22,5%	-20,6%
EBITDA	kEUR	408	1.042	1.450	1.055	2.505	-599	1.905
EBITDA Marge	%	5,9%	11,7%	9,2%	12,6%	10,4%	-9,9%	6,3%
YoY	%	6,8%	92,6%	57,1%	443,8%	124,2%	-72,9%	n/a
Abschreibungen	kEUR	-310	-309	-619	-145	-764	-153	-917
Auf Sachanlagen	kEUR	-160	-160	-320	-145	-465	-153	-618
Amortisation	kEUR	-150	-149	-299	0	-299	0	-299
Goodwill Impairment	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	kEUR	98	733	831	910	1.741	-752	988
EBIT Marge	%	1,4%	8,2%	5,3%	10,8%	7,2%	-12,5%	3,3%
YoY	%	-38,0%	137,1%	77,9%	n/a	250,2%	-81,4%	-127,9%
Finanzergebnis	kEUR	-190,00	-72,00	-262,00	-70,00	-332,00	-72,00	-404,00
davon sonstige Zinserträge	kEUR	3,00	3,00	6,00	5,00	11,00	3,00	14,00
davon Zinsaufwendungen	kEUR	-75,00	-75,00	-150,00	-75,00	-225,00	-75,00	-300,00
in % vom Nettovermögen	kEUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Währungsdifferenzen	kEUR	-118,00	0,00	-118,00	0,00	-118,00	0,00	-118,00
EBT	kEUR	-92	661	569	840	1.409	-824	584
EBT-Marge	%	-1,3%	7,4%	3,6%	10,0%	5,8%	-13,6%	1,9%
Steuern	kEUR	10	-10	0	-10	-10	-10	-20
Steuerquote	%	-10,9%	-1,5%	0,0%	-1,2%	-0,7%	1,2%	-3,4%
Nettoergebnis vor Minderheiten	kEUR	-82	651	569	830	1.399	-834	564
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis nach Drittanteilen	kEUR	-82	651	569	830	1.399	-834	564
Nettomarge	%	-1,2%	7,3%	3,6%	9,9%	5,8%	-13,8%	1,9%
YoY	%	n/a	211,3%	96,8%	n/a	572,4%	-89,1%	-107,6%
Anzahl der Aktien	1.000	58.872	58.872	58.872	58.872	58.872	58.872	58.872
Anzahl Aktien verwässert	1.000	58.872	58.872	58.872	58.872	58.872	58.872	58.872
EPS	EUR	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,01	0,01
EPS verwässert	EUR	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	-0,01	0,01

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	16.173	16.171	15.581
Geschäfts- und Firmenwerte	kEUR	6.899	14.950	13.237	13.461	14.105	14.331	14.331	14.331	14.331
Sonstiges immaterielles Vermögen	kEUR	62	364	197	129	906	997	0	0	0
Sachanlagen	kEUR	966	1.861	2.546	2.246	1.598	1.794	1.652	1.650	1.060
Beteiligungen	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Latente Steuererstattungsansprüche	kEUR	1.288	1.411	1.714	3.312	3.742	190	190	190	190
Kurzfristige Vermögenswerte	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.681	8.880	10.542
Forderungen L+L	kEUR	3.584	4.584	5.489	2.817	3.605	4.035	4.110	4.843	5.529
Vorräte	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	151	124	119	569	77	222	35	20	0
Sonstige Vermögensgegenstände	kEUR	1.028	3.128	3.046	3.797	2.049	2.929	2.699	2.780	2.863
Ertragssteuern	kEUR	115	9	61	284	178	87	0	0	0
Zahlungsmittel	kEUR	8.546	2.722	1.126	1.100	965	800	837	1.237	2.150
Gesamt Aktiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	23.854	25.051	26.123
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.058	9.848	12.355
Gezeichnetes Kapital	kEUR	2.296	2.689	2.689	3.788	3.788	5.887	5.887	5.887	5.887
Kapitalrücklagen	kEUR	15.747	18.540	18.540	18.808	18.808	19.384	19.384	19.384	19.384
Aktienbasierte Vergütung	kEUR	37	731	779	366	379	406	434	465	497
Gewinnrücklagen	kEUR	-8.623	-7.314	-5.162	-5.003	-7.374	-14.802	-14.238	-12.493	-10.226
Währungsunterschiede	kEUR	-147	-1.790	-4.362	-3.846	-3.195	-3.436	-3.410	-3.395	-3.188
Langfristige Schulden	kEUR	10.838	8.233	6.629	187	102	190	190	196	202
Finanzschulden	kEUR	10.598	8.180	6.420	0	0	0	0	0	0
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	145	91	0	0	0	0	0
Latente Steuerschulden	kEUR	240	53	64	96	102	190	190	196	202
Kurzfristige Schulden	kEUR	3.357	8.064	8.422	13.415	14.717	17.756	15.606	15.007	13.567
Finanzschulden	kEUR	0	0	880	6.420	5.540	8.625	8.232	7.500	5.000
Überziehungskredit	kEUR	0	8	948	1.084	2.281	1.722	1.000	0	0
Finance Lease Verbindlichkeiten	kEUR	0	0	106	186	113	0	0	0	0
Verbindlichkeiten L+L	kEUR	2.855	5.073	3.738	3.779	5.967	5.465	6.316	7.443	8.496
Steuern und Sozialversicherungen	kEUR	150	1.321	2.455	595	732	1.295	0	0	0
Steuerschulden	kEUR	274	10	207	109	84	53	58	64	71
Rückstellungen	kEUR	78	1.652	88	1.242	0	596	0	0	0
Gesamt Passiva	kEUR	23.505	29.153	27.535	27.715	27.225	25.385	23.854	25.051	26.123

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Bilanz (Normalisierte Fassung)

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Langfristige Vermögenswerte	%	43%	64%	64%	69%	75%	68%	68%	65%	60%
Geschäfts- und Firmenwerte	%	29%	51%	48%	49%	52%	56%	60%	57%	55%
Sonstiges immaterielles Vermögen	%	0%	1%	1%	0%	3%	4%	0%	0%	0%
Sachanlagen	%	4%	6%	9%	8%	6%	7%	7%	7%	4%
Beteiligungen	%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuererstattungsansprüche	%	5%	5%	6%	12%	14%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Vermögenswerte	%	57%	36%	36%	31%	25%	32%	32%	35%	40%
Forderungen L+L	%	15%	16%	20%	10%	13%	16%	17%	19%	21%
Vorräte	%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	0%	0%	2%	0%	1%	0%	0%	0%
Sonstige Vermögensgegenstände	%	4%	11%	11%	14%	8%	12%	11%	11%	11%
Ertragssteuern	%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Zahlungsmittel	%	36%	9%	4%	4%	4%	3%	4%	5%	8%
Gesamt Aktiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Eigenkapital	%	40%	44%	45%	51%	46%	29%	34%	39%	47%
Gezeichnetes Kapital	%	10%	9%	10%	14%	14%	23%	25%	24%	23%
Kapitalrücklagen	%	67%	64%	67%	68%	69%	76%	81%	77%	74%
Aktienbasierte Vergütung	%	0%	3%	3%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
Gewinnrücklagen	%	-37%	-25%	-19%	-18%	-27%	-58%	-60%	-50%	-39%
Währungsunterschiede	%	-1%	-6%	-16%	-14%	-12%	-14%	-14%	-14%	-12%
Langfristige Schulden	%	46%	28%	24%	1%	0%	1%	1%	1%	1%
Finanzschulden	%	45%	28%	23%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Latente Steuerschulden	%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Kurzfristige Schulden	%	14%	28%	31%	48%	54%	70%	65%	60%	52%
Finanzschulden	%	0%	0%	3%	23%	20%	34%	35%	30%	19%
Überziehungskredit	%	0%	0%	3%	4%	8%	7%	4%	0%	0%
Finance Lease Verbindlichkeiten	%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
Verbindlichkeiten L+L	%	12%	17%	14%	14%	22%	22%	26%	30%	33%
Steuern und Sozialversicherungen	%	1%	5%	9%	2%	3%	5%	0%	0%	0%
Steuerschulden	%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rückstellungen	%	0%	6%	0%	4%	0%	2%	0%	0%	0%
Gesamt Passiva	%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Cashflow-Statement

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Konzernergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	564	1.745	2.267
Abschreibungen	KEUR	216	1.041	1.282	1.698	1.363	2.453	917	598	619
Veränderung der Rückstellungen	KEUR	-12	1.574	-1.564	1.154	-1.242	596	-596	0	0
Aktienbasierte Vergütung	KEUR	37	0	48	25	27	27	28	30	33
Veränderung der latenten Steuern	KEUR	18	-165	-51	-1.692	-211	3.637	112	46	246
Δ sonstige Aktiva	KEUR	-1.059	-446	-818	1.471	1.452	-1.455	342	-799	-749
Δ Verbindlichkeiten u. a. Passiva	KEUR	1.328	-2.042	-201	-1.819	2.325	61	-444	1.126	1.054
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	KEUR	-165	0	-311	-102	-513	-44	20	0	0
CFO	KEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	930	2.728	3.443
Investitionen Immaterielles Vermögen	KEUR	-4.363	-428	61	-16	-843	-575	698	0	0
Investitionen Sachanlagen	KEUR	-1.088	-944	-1.861	-1.095	-555	-1.043	-476	-596	-29
Bereinigungen	KEUR	0	-5.858	-207	164	23	-1.094	0	0	0
CFI	KEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	222	-596	-29
FCF	KEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	1.152	2.132	3.414
Barkapitalerhöhungen	KEUR	-16	0	0	1.367	-12	2.675	0	0	0
Δ Finanzverbindlichkeiten	KEUR	8.180	0	-880	-880	-880	3.085	-393	-732	-2.500
Auszahlungen Dividende	KEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bereinigungen/ geleistete Zinszahlungen	KEUR	0	0	251	0	12	0	0	0	0
CFF	KEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-393	-732	-2.500
Δ Liquide Mittel	KEUR	5.420	-5.824	-2.544	-162	-1.332	394	759	1.400	914
Liquide Mittel am Anfang der Periode	KEUR	3.126	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-163	1.237
Liquide Mittel am Ende der Periode	KEUR	8.546	2.722	178	16	-1.316	-922	-163	1.237	2.150
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Segmente

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Testronic										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	13.976	15.002	12.353	13.446	13.954	16.047	18.984	21.262
YoY	%	n/a	n/a	7,3%	-17,7%	8,8%	3,8%	15,0%	18,3%	12,0%
EBIT	kEUR	n/a	2.806	1.928	-252	957	916	1.938	2.351	2.725
EBIT-Marge	%	n/a	20,1%	12,9%	-2,0%	7,1%	6,6%	12,1%	12,4%	12,8%
YoY	%	n/a	n/a	-31,3%	-113,1%	n/a	-4,3%	111,5%	21,3%	15,9%
Kuju										
Umsatzerlöse	kEUR	n/a	20.751	23.061	19.652	12.347	12.267	13.739	16.281	18.596
YoY	%	n/a	n/a	11,1%	-14,8%	-37,2%	-0,6%	12,0%	18,5%	14,2%
EBIT	kEUR	n/a	1.457	1.908	46	-1.169	-157	806	1.003	1.323
EBIT-Marge	%	n/a	7,0%	8,3%	0,2%	-9,5%	-1,3%	5,9%	6,2%	7,1%
YoY	%	n/a	n/a	31,0%	-97,6%	n/a	-86,6%	n/a	24,4%	31,9%
DDP										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	194	440	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	126,8%	-100,0%	n/a
EBIT	kEUR	0	0	0	0	-399	-2.976	-450	0	0
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	645,9%	-84,9%	-100,0%	n/a
Corporate										
Umsatzerlöse	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
YoY	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EBIT	kEUR	0	-1.587	-920	-1.284	-1.093	-1.331	-1.304	-1.344	-1.404
EBIT-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
YoY	%	n/a	n/a	-42,0%	39,6%	-14,9%	21,8%	-2,0%	3,0%	4,5%

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

DCF-Modell

		2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	TV				
Umsatz	kEUR	30.226	35.264	39.858	44.598	48.992	52.622	55.318	57.206	58.570	59.686	60.726	61.758				
Umsatzwachstum	%	14,4%	16,7%	13,0%	11,9%	9,9%	7,4%	5,1%	3,4%	2,4%	1,9%	1,7%	1,7%				
EBIT	kEUR	988	2.011	2.650	3.144	3.649	4.130	4.563	4.948	5.300	5.640	5.981	6.176				
EBIT-Marge	%	3,3%	5,7%	6,6%	7,0%	7,4%	7,8%	8,2%	8,6%	9,0%	9,4%	9,8%	10,0%				
Steuerquote (τ)	%	3,4%	2,2%	9,6%	19,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%				
EBIT(1-τ)	kEUR	955	1.966	2.396	2.522	2.555	2.891	3.194	3.463	3.710	3.948	4.186	4.323				
Reinvestment	kEUR	222	-596	-29	-1.580	-1.465	-1.210	-899	-629	-455	-372	-346	-758				
FCFF	kEUR	1.176	1.370	2.367	942	1.090	1.681	2.295	2.834	3.255	3.576	3.840	3.565				
Invested Capital	kEUR	15.453	16.111	15.205	16.785	18.250	19.459	20.358	20.988	21.442	21.814	22.161					
ROCE	%	6,2%	12,2%	15,8%	15,0%	14,0%	14,9%	15,7%	16,5%	17,3%	18,1%	18,9%					
WACC	%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,3%	12,7%	12,1%	11,5%	10,9%	10,3%	9,7%					
PV(FCFF)	kEUR	1.033	1.057	1.604	560	573	784	955	1.058	1.096	1.091	1.069					
Terminal Cashflow	kEUR	3.565															
Terminal Cost of Capital	kEUR	9,7%															
Terminal Value	kEUR	44.568															
PV(Terminal Value)	kEUR	12.401															
PV (Cashflow über 10 Jahre)	kEUR	10.881															
Summe PV	kEUR	23.282															
										TV CAGR							
Insolvenzwahrscheinlichkeit	%	2,5%								EUR	0,8%	1,1%	1,4%	1,7%	2,0%	2,3%	2,6%
Wert der Operativen Assets	kEUR	22.700								7,0%	0,32	0,33	0,33	0,34	0,34	0,35	0,35
Finanzschulden	kEUR	-8.625								8,0%	0,27	0,28	0,28	0,29	0,29	0,29	0,30
Überziehungskredit	kEUR	-1.722								9,0%	0,24	0,24	0,24	0,25	0,25	0,25	0,26
Cash	kEUR	800								10,0%	0,21	0,21	0,21	0,22	0,22	0,22	0,22
Wert des Eigenkapitals	kEUR	13.153								11,0%	0,18	0,18	0,19	0,19	0,19	0,19	0,20
Anzahl Aktien	1.000.	58.872								12,0%	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
Schätzung Fair Value	EUR	0,22								13,0%	0,14	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15

QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL

Auf einen Blick I

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Key Data										
Umsatz	KEUR	11.464	34.727	38.063	32.005	25.793	26.415	30.226	35.264	39.858
Rohertrag	KEUR	9.619	29.465	34.428	27.607	22.035	21.830	25.526	29.688	33.126
EBITDA	KEUR	2.877	3.717	4.198	208	-341	-1.095	1.905	2.609	3.269
EBIT	KEUR	2.661	2.676	2.916	-1.490	-1.704	-3.548	988	2.011	2.650
EBT	KEUR	2.219	1.665	2.067	-1.971	-2.582	-3.791	584	1.785	2.507
Nettoergebnis	KEUR	2.201	1.830	2.118	-279	-2.371	-7.428	564	1.745	2.267
Anzahl Mitarbeiter		173	418	544	434	366	350	330	340	350
Je Aktie										
Kurs Hoch	EUR	1,56	1,50	1,26	0,39	0,32	0,34	0,13		
Kurs Tief	EUR	0,97	0,84	0,23	0,15	0,13	0,10	0,06		
Kurs Durchschnitt	EUR	1,27	1,17	0,75	0,27	0,23	0,22	0,10		
Schlusskurs	EUR	1,20	1,26	0,32	0,24	0,26	0,22	0,09	0,09	0,09
EPS	EUR	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,06	-0,17	0,01	0,03	0,04
BVPS	EUR	0,41	0,48	0,46	0,39	0,33	0,17	0,14	0,17	0,21
CFPS	EUR	0,12	0,07	0,02	0,01	0,02	-0,05	0,02	0,05	0,06
Dividende	EUR	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kursziel	EUR									0,22
Performance bis Kursziel	%									144,4%
Profitabilitätskennzahlen										
Rohertragsmarge	%	83,9%	84,8%	90,5%	86,3%	85,4%	82,6%	84,4%	84,2%	83,1%
EBITDA-Marge	%	25,1%	10,7%	11,0%	0,6%	n/a	n/a	6,3%	7,4%	8,2%
EBIT-Marge	%	23,2%	7,7%	7,7%	-4,7%	n/a	n/a	3,3%	5,7%	6,6%
EBT-Marge	%	19,4%	4,8%	5,4%	-6,2%	n/a	n/a	1,9%	5,1%	6,3%
Netto-Marge	%	19,2%	5,3%	5,6%	-0,9%	n/a	n/a	1,9%	4,9%	5,7%
FCF-Marge	%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3,8%	6,0%	8,6%
ROE	%	23,6%	14,2%	17,0%	-2,0%	-19,1%	-99,9%	7,0%	17,7%	18,3%
NWC/Umsatz	%	9,1%	-1,2%	4,9%	-1,2%	-8,9%	-4,6%	-7,2%	-7,3%	-7,4%
Pro-Kopf-Umsatz	KEUR	66,3	83,1	70,0	73,7	70,5	75,5	91,6	103,7	113,9
Pro-Kopf-EBIT	KEUR	15,4	6,4	5,4	-3,4	-4,7	-10,1	3,0	5,9	7,6
Capex/Umsatz	%	-9,5%	-2,7%	-4,9%	-3,4%	-2,2%	-3,9%	-1,6%	-1,7%	-0,1%
Wachstumsraten										
Umsatz	%	n/a	202,9%	9,6%	-15,9%	-19,4%	2,4%	14,4%	16,7%	13,0%
Rohertrag	%	n/a	206,3%	16,8%	-19,8%	-20,2%	-0,9%	16,9%	16,3%	11,6%
EBITDA	%	n/a	29,2%	12,9%	-95,0%	n/a	221,1%	n/a	36,9%	25,3%
EBIT	%	n/a	0,6%	9,0%	n/a	14,4%	108,2%	n/a	103,4%	31,8%
EBT	%	n/a	-25,0%	24,1%	n/a	31,0%	46,8%	n/a	205,4%	40,5%
Nettoergebnis	%	n/a	-16,9%	15,7%	n/a	749,8%	213,3%	n/a	209,1%	29,9%
EPS	%	n/a	-29,0%	15,7%	n/a	715,0%	-4,4%	n/a	209,1%	29,9%
CFPS	%	n/a	-40,0%	-74,8%	-38,5%	93,7%	n/a	n/a	193,2%	26,2%
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Auf einen Blick II

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Bilanzkennzahlen										
Sachanlagevermögen	kEUR	10.081	18.586	17.694	19.148	20.351	17.312	16.173	16.171	15.581
Umlaufvermögen	kEUR	13.424	10.567	9.841	8.567	6.874	8.073	7.681	8.880	10.542
Eigenkapital	kEUR	9.310	12.856	12.484	14.113	12.406	7.439	8.058	9.848	12.355
Verbindlichkeiten	kEUR	14.195	16.297	15.051	13.602	14.819	17.946	15.796	15.202	13.768
EK-Quote	%	39,6%	44,1%	45,3%	50,9%	45,6%	29,3%	33,8%	39,3%	47,3%
Gearing	%	116,4%	64,0%	53,1%	1,3%	0,8%	2,6%	2,4%	2,0%	1,6%
Working Capital	kEUR	880	-365	1.870	-393	-2.285	-1.208	-2.171	-2.579	-2.967
Capital Employed	kEUR	1.908	1.860	4.613	1.982	219	1.583	-519	-929	-1.907
Enterprise Value										
Anzahl Aktien	Mio.	23,0	26,9	26,9	36,3	37,9	43,0	58,9	58,9	58,9
Marktkapitalisierung Hoch	kEUR	35.816	40.335	33.881	14.168	12.121	14.636	7.653		
Marktkapitalisierung Tief	kEUR	22.270	22.588	6.185	5.449	4.924	4.305	3.532		
Marktkapitalisierung Durchschn.	kEUR	29.043	31.461	20.033	9.809	8.523	9.470	5.593		
Marktkapitalisierung Schlusskurs	kEUR	27.551	33.881	8.605	8.719	9.849	9.470	5.298	5.298	5.298
Nettoverschuldung	kEUR	2.052	5.466	7.122	6.404	6.856	9.547	8.395	6.263	2.850
Pensionsrückstellungen	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Anteile Dritter	kEUR	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanzanlagen Anlageverm.	kEUR	866	0	0	0	0	0	0	0	0
Enterprise Value Hoch	kEUR	38.734	45.801	41.003	20.572	18.977	24.183	16.048		
Enterprise Value Tief	kEUR	25.188	28.054	13.307	11.853	11.780	13.852	11.927		
Enterprise Value Durchschnitt	kEUR	31.961	36.927	27.155	16.213	15.379	19.017	13.988		
Enterprise Value Schlusskurs	kEUR	30.469	39.347	15.727	15.123	16.705	19.017	13.693	11.561	8.148
Bewertungskennzahlen										
EV/Umsatz Hoch	x	3,38	1,32	1,08	0,64	0,74	0,92	0,53	n/a	n/a
EV/Umsatz Tief	x	2,20	0,81	0,35	0,37	0,46	0,52	0,39	n/a	n/a
EV/Umsatz Durchschnitt	x	2,79	1,06	0,71	0,51	0,60	0,72	0,46	n/a	n/a
EV/Umsatz Schlusskurs	x	2,66	1,13	0,41	0,47	0,65	0,72	0,45	0,33	0,20
EV/EBITDA	x	10,6	10,6	3,7	72,7	n/a	n/a	7,2	4,4	2,5
EV/EBIT Hoch	x	14,6	17,1	14,1	n/a	n/a	n/a	16,2	n/a	n/a
EV/EBIT Tief	x	9,5	10,5	4,6	n/a	n/a	n/a	12,1	n/a	n/a
EV/EBIT Durchschnitt	x	12,0	13,8	9,3	n/a	n/a	n/a	14,2	n/a	n/a
EV/EBIT Schlusskurs	x	11,5	14,7	5,4	n/a	n/a	n/a	13,9	5,7	3,1
KGV Hoch	x	16,3	22,0	16,0	n/a	n/a	n/a	13,6	n/a	n/a
KGV Tief	x	10,1	12,3	2,9	n/a	n/a	n/a	6,3	n/a	n/a
KGV Durchschnitt	x	13,2	17,2	9,5	n/a	n/a	n/a	9,9	n/a	n/a
KGV Schlusskurs	x	12,5	18,5	4,1	n/a	n/a	n/a	9,4	3,0	2,3
KBV	x	3,0	2,6	0,7	0,6	0,8	1,3	0,7	0,5	0,4
KCF	x	10,0	17,4	17,6	21,4	12,0	n/a	5,7	1,9	1,5
FCF-yield	%	-9,8%	-15,6%	-17,6%	-6,2%	-5,6%	-51,4%	21,7%	40,2%	64,4%
Dividendenrendite	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cashflow										
Operativer Cashflow	kEUR	2.763	1.943	490	407	822	-2.158	930	2.728	3.443
Investiver Cashflow	kEUR	-5.451	-7.230	-2.007	-947	-1.375	-2.712	222	-596	-29
Free Cashflow	kEUR	-2.688	-5.287	-1.517	-540	-553	-4.870	1.152	2.132	3.414
Finanz Cashflow	kEUR	8.164	0	-629	487	-880	5.760	-393	-732	-2.500
QUELLE: UNTERNEHMENSANGABEN, SPHENE CAPITAL										

Diese Seite wurde absichtlich frei gelassen.

Diese Studie wurde erstellt durch die

Sphene capital

Großhesseloher Straße 15c | München | Deutschland | Telefon +49 (89) 74443558 | Fax +49 (89) 74443445

Disclaimer

Diese Studie wurde von der Sphene Capital GmbH erstellt und ist in der Bundesrepublik Deutschland nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die im Zusammenhang mit ihrem Handel, Beruf oder ihrer Beschäftigung übertragbare Wertpapiere auf eigene Rechnung oder auf Rechnung anderer erwerben oder verkaufen. Diese Studie ist ausschließlich für den Gebrauch ihrer Empfänger bestimmt. Sie darf ohne schriftliche Zustimmung der Sphene Capital GmbH weder gänzlich noch teilweise vervielfältigt, noch an Dritte weiter gegeben werden. Diese Studie dient lediglich Informationszwecken und wird auf vertraulicher Basis übermittelt. Die in dieser Studie behandelten Anlagemöglichkeiten können für bestimmte Investoren nicht geeignet sein, abhängig von dem jeweiligen Anlageziel und geplanten Anlagezeitraum oder der jeweiligen Finanzlage. Diese Studie kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte kontaktieren Sie den Investmentberater Ihrer Bank.

Diese Studie darf in anderen Rechtsordnungen nur im Einklang mit dem dort geltenden Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieser Studie gelangen, sollten sich über die jeweils geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen. Diese Studie oder eine Kopie von ihr darf im Vereinigten Königreich nur an folgende Empfänger verteilt werden: (a) Personen, die über berufliche Erfahrung in Anlagedingen verfügen, die unter Artikel 19(1) der „Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001“ (Verordnung über die Werbung für Finanzprodukte von 2001 im Rahmen des Gesetzes über Finanzdienstleistungen und Finanzmärkte von 2000) (die „Verordnung“) fallen, oder (b) Unternehmen mit umfangreichem Vermögen, die unter Artikel 49(2)(A) bis (D) der Verordnung fallen, sowie sonstige Personen, an die das Dokument gemäß Artikel 49(1) der Verordnung rechtmäßig übermittelt werden darf (alle diese Personen werden zusammen als „Relevante Personen“ bezeichnet). Jede Person, bei der es sich nicht um eine Relevante Person handelt, sollte diese Studie und deren Inhalt nicht als Informations- oder Handlungsbasis betrachten.

Diese Studie stellt weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf eines Finanzinstruments des analysierten Unternehmens oder zum Abschluss eines Beratungsvertrags dar. Weder diese Studie noch irgendwelche Bestandteile darin bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder anderweitiger Verpflichtungen irgendeiner Art. Sphene Capital GmbH und mit ihr verbundene Unternehmen lehnen jegliche Haftung für Schäden im Zusammenhang mit der Veröffentlichung und/oder Verwendung dieser Studie oder ihrer Inhalte ab. Weder Sphene Capital GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen geben eine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit und Richtigkeit der in dieser Studie enthaltenen Informationen ab. Eine unabhängige Überprüfung der verwendeten Informationen wurde nicht vorgenommen. Alle in dieser Studie enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Vorhersagen sind diejenigen des Verfassers dieser Studie, die im Zusammenhang mit seiner Research-Tätigkeit abgegeben werden. Sie entsprechen dem Stand der Erstellung dieser Studie und können sich aufgrund künftiger Ereignisse und Entwicklungen ändern. Weder der Sphene Capital GmbH noch einem mit der Sphene Capital GmbH verbundenen Unternehmen können solche Aussagen automatisch zugerechnet werden. **Sphene Capital GmbH behält sich das Recht vor, in dieser Studie geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu widerrufen oder zu ändern.** Sphene Capital GmbH hat möglicherweise Studien veröffentlicht, die im Hinblick auf in dieser Studie enthaltene Informationen zu anderen Ergebnissen kommen. Diese Studien können die unterschiedlichen Annahmen und Herangehensweisen ihrer Verfasser reflektieren. Aussagen der Vergangenheit dürfen nicht als Indiz oder Garantie für nachfolgende Aussagen angesehen werden. Vielmehr werden hinsichtlich zukünftiger Aussagen weder explizit noch implizit Zusicherungen oder Garantien abgegeben.

Diese Studie wird per Email und/oder per Post an professionelle Investoren versandt, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ihre Anlageentscheidungen nicht in unangemessener Weise auf Basis dieser Studie treffen.

Bei den in dieser Studie genannten Aktienkursen handelt es sich um die XETRA-Schlusskurse oder, wenn ein XETRA-Kurs nicht existiert, um den Kurs der jeweiligen nationalen Börse, des dem Tag der Studie vorangehenden Handelstages.

Anlageempfehlungen (für einen Anlagezeitraum von 12 Monaten)

Buy: Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Hold: Wir rechnen mit einer Out-/ Underperformance zur Benchmark DAX um maximal 10%.

Sell: Wir rechnen mit einem Rückgang des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10%.

Angaben zu möglichen Interessenkonflikten gemäß § 34b Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Finanzanalyseverordnung

Gemäß § 34b Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung besteht u. a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen

- ★ an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine Beteiligung von mehr als 5% hält,
- ★ in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem Konsortium war, das die Wertpapiere des analysierten Unternehmens übernommen hat,
- ★ die Wertpapiere des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages betreut,
- ★ in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages Investmentbanking-Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging,
- ★ mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen hat,
- ★ und mit diesem verbundene Unternehmen regelmäßig Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate handeln,
- ★ oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Sphene Capital GmbH verwendet die folgenden Keys:

Key 1: Das analysierte Unternehmen hat für die Erstellung dieser Studie aktiv Informationen bereitgestellt.

Key 2: Diese Studie wurde vor Verteilung dem analysierten Unternehmen zugeleitet und im Anschluss daran wurden Änderungen vorgenommen. Dem analysierten Unternehmen wurde dabei kein Research-Bericht oder -Entwurf zugeleitet, der bereits eine Anlageempfehlung oder ein Kursziel enthielt.

Key 3: Das analysierte Unternehmen hält eine Beteiligung an der Sphene Capital GmbH und/oder einem ihr verbundenen Unternehmen von mehr als 5%.

Key 4: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hält an dem analysierten Unternehmen eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5%.

Key 5: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie hat Aktien des analysierten Unternehmens vor ihrem öffentlichen Angebot unentgeltlich oder zu einem unter dem angegebenen Kursziel liegenden Preis erworben.

Key 6: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen betreut die Wertpapiere des analysierten Unternehmens als Market Maker oder Designated Sponsor.

Key 7: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen und/oder der Ersteller dieser Studie war innerhalb der vergangenen 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden oder hat aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.

Key 8: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung dieser Studie getroffen.

Key 9: Sphene Capital GmbH und/oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen ist an den Handelstätigkeiten des analysierten Unternehmens durch Provisionseinnahmen beteiligt.

Key 10: Ein Mitglied der Sphene Capital GmbH und/oder der Ersteller dieser Studie ist Mitglied des Aufsichtsrates des analysierten Unternehmens.

Übersicht über die bisherigen Anlageempfehlungen (12 Monate):

Datum:	Kursziel:	Anlageempfehlung:	Interessenskonflikte (Key-Angabe)
25.06.2012	EUR 0,22	Buy	1; 2; 8

Ein Überblick über die Anlageempfehlungen der Sphene Capital GmbH ist abrufbar unter <http://www.sphene-capital.de>

Erklärungen gemäß § 34b Abs. 1 Wertpapierhandelsgesetz und Finanzanalyseverordnung:**Informationsquellen**

Die Studie basiert auf Informationen, die aus sorgfältig ausgewählten öffentlich zugänglichen Quellen stammen, insbesondere von Finanzdatenanbietern, den Veröffentlichungen des analysierten Unternehmens und anderen öffentlich zugänglichen Medien.

Bewertungsgrundlagen/Methoden/Risiken und Parameter

Für die Erstellung der Studie wurden unternehmensspezifische Methoden aus der fundamentalen Aktienanalyse, quantitative statistische Methoden und Modelle, sowie Verfahrensweisen der technischen Analyse verwendet (inter alia historische Bewertungsansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder Sum-Of-The-Parts-Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle, der Economic-Profit-Ansatz, Multiplikatoren Modelle oder Peergroup-Vergleiche). Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Währungen, Zinsen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen und politische Entwicklungen die Bewertungen von Unternehmen.

Gewählte Ansätze basieren zudem auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Folglich können sich auch auf den einzelnen Modellen basierende Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die auf einen Zeitraum von zwölf Monaten ausgerichteten Anlageempfehlungen können ebenfalls Marktbedingungen unterworfen sein und stellen deshalb eine Momentaufnahme dar. Die erwarteten Kursentwicklungen können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Erklärung des Erstellers dieser Studie

Die Vergütung des Erstellers dieser Studie hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen, die in dieser Studie geäußert werden, zusammen.