

**Kaufen** (alt: Halten)**Kursziel EUR 0,40** (alt: 0,35)

**Kurs** EUR 0,25  
**Bloomberg** XAE GR  
**Reuters** AECO  
**Branche** Software/IT

**Anbieter von High-End-Services rund um die Entwicklung digitaler Inhalte u. a. für die Film- und Videospieldindustrie, e-Learning und Software.**



Aktien Daten: 21.04.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 9,6 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 16,2 Mio.  
**Buchwert:** EUR 12,2 Mio.  
**Aktienanzahl:** 37,9 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 32,5 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Freefloat 74,6 %  
 Langfristige Investoren 25,4 %

**Termine:**

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	26,0	-0,8	28,6	0	30,0	4,8
<b>EBIT</b>	-1,7	n.m.	1,5	29,4	2,0	12,7
<b>EPS</b>	-0,05	0	0,03	33,3	0,04	25,0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 26.04.2011  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

**Back on Track**

Am 14.04.11. gab die Catalis SE die vorläufigen Geschäftszahlen für das Jahr 2010 bekannt. Diese entsprachen nahezu exakt den Erwartungen (WR):

<b>Catalis SE - Q4 2010</b>								
Angaben in Mio. EUR	Q4/10	Q4/10e	Q4/09	yoy	2010	2010e	2009	yoy
<b>Umsatz</b>	6,1	6,3	6,7	-9,0%	25,8	26,0	32,0	-19,4%
<b>EBIT</b>	0,5	0,5	-1,1	-	-1,7	-1,7	-1,5	14,3%
<b>Marge</b>	8,2%	-7,3%	-16,4%		-6,6%	-11,0%	-4,7%	

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Auch der **Ausblick** des Unternehmens stimmt **positiv**. Catalis erwartet für 2011 bei einem Umsatz von EUR 30 Mio. – EUR 32 Mio. ein EBIT von EUR 1,7 bis EUR 2 Mio.

Die insgesamt hohe Steigerung der Ergebnisse nach erfolgter Restrukturierung ist neben einer guten operativen Entwicklung und einer konjunkturellen Erholung auch der Tatsache geschuldet, dass hohe Einmalkosten (EUR 0,8 Mio.), die im Rahmen der strukturellen Anpassung anfielen, das Jahr 2011 nicht mehr belasten.

**Erhöhte Visibilität:** Mit Vorlage zweier profitabler Quartale in Folge hat sich die Visibilität des Geschäftes deutlich verbessert. Nach einer erfolgreichen Rückkehr in die Gewinnzone im dritten Quartal 2010 entwickelte sich die Ertragslage der Catalis auch im vierten Quartal positiv. Im ersten Quartal 2011, dem traditionell schwächsten des Jahres, konnte dieser Trend fortgesetzt werden. Auch für das Q1 wird ein Gewinn ausgewiesen. Die Gesellschaft ist damit wieder zum normalen Geschäftsbetrieb zurückgekehrt. Als **führender Qualitätssicherungsdienstleister** konnte das Unternehmen am 24.04.11 vermelden, dass ihre Tochtergesellschaft Testronic Labs kürzlich in ihrem Testlabor in den Pinewood Studios in Großbritannien einen neuen Test-Service für die neue Konsole Nintendo 3DS eingeführt hat. Damit unterstreicht Catalis seinen Anspruch als weltweiter Marktführer bei Qualitätssicherungsdienstleistungen für Film und Fernsehen, Videospiele, Webseiten sowie Hard- und Software. Auch das Marktumfeld der Auftragsproduktionen für Videospiele („**Kuju**“) hat sich in den letzten Monaten spürbar verbessert. Kuju produzierte und veröffentlichte Spiele für diverse Plattformen (PS3, XBOX 360, PC, iPad, iPhone, DS und andere). Einige von ihnen sind extrem erfolgreich, so verkaufte sich Art Academy DS bereits über 1,5 Mio. Mal. Die Anzahl neuer Kontrakte für Kuju erhöht sich stetig.

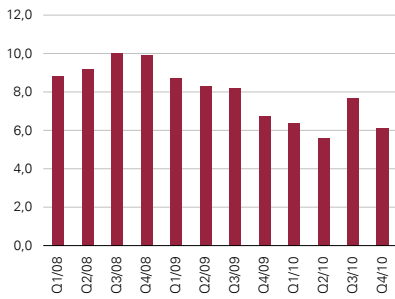
**Werttreiber Doublesix Digital Publishing (DDP):** Mit der Unternehmenstochter DDP engagiert sich Catalis im Bereich der digitalen Distribution von Konsolenspielen (siehe auch Comment vom 16.11.10). DDP entwickelt diese Spiele selbst und co-finanziert diese mit Dritten. Die Gesellschaft hat erstmals konkrete Angaben über DDP's Produktpipeline gemacht. Während das erste Spiel „Burn Zombie Burn“ sich bereits nahezu refinanziert hat und immer noch hohe Downloadzahlen aufweist, sind drei weitere Titel bereits finanziert und für 2011 zur Veröffentlichung avisiert. Für 2012ff sind 8 Veröffentlichungen geplant. Darunter auch ein Spiel für das soziale Netzwerk „Facebook“. Für jedes Spiel kalkuliert Catalis mit einem EBIT von etwa EUR 0,7 Mio. über dessen Lifetime (etwa 2 Jahre). Aus Vorsichtsgründen wird hiervon nur ein Bruchteil in den Schätzungen (WR) berücksichtigt. Hier zeigt sich dennoch, welches Potenzial allein die Unternehmenstochter DDP aufweist.

**Die Aktie, deren Rating bislang aufgrund hoher Unsicherheiten Halten lautete, wird nun wieder mit Kaufen eingestuft. Das Kursziel lautet nun EUR 0,40.**

Geschäftsjahresende:	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	11,0	34,6	37,9	32,0	25,8	28,6	31,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	39,0 %	215,1 %	9,5 %	-15,5 %	-19,4 %	10,9 %	10,0 %
<b>Bruttoergebnis</b>	3,9	7,8	10,4	6,1	4,5	8,5	9,7
<i>Bruttomarge</i>	35,4 %	22,6 %	27,5 %	19,0 %	17,5 %	29,7 %	30,7 %
<b>EBITDA</b>	2,9	3,7	4,2	0,2	-0,5	3,1	3,6
<i>EBITDA-Marge</i>	26,2 %	10,7 %	11,1 %	0,6 %	-2,0 %	10,9 %	11,4 %
<b>EBIT</b>	2,7	2,7	2,9	-1,5	-1,7	1,9	2,2
<i>EBIT-Marge</i>	24,2 %	7,7 %	7,7 %	-4,7 %	-6,6 %	6,6 %	7,1 %
<b>Jahresüberschuss</b>	2,2	1,8	2,1	-0,3	-1,9	1,5	1,8
<b>EPS</b>	0,10	0,07	0,08	-0,01	-0,05	0,04	0,05
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,10	0,03	-0,05	-0,01	-0,03	0,03	0,06
<b>Dividende</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	1,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,6	0,4
<b>EV/EBITDA</b>	5,6	4,4	3,9	78,0	n.m.	5,2	3,9
<b>EV/EBIT</b>	6,1	6,1	5,6	n.m.	n.m.	8,6	6,2
<b>KGV</b>	2,5	3,6	3,2	n.m.	n.m.	6,3	5,0
<b>ROCE</b>	18,0 %	13,1 %	13,9 %	-7,0 %	-8,1 %	9,1 %	10,0 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	15,2 %	18,3 %	17,9 %	n.a.	n.a.	15,2 %	21,0 %

**Entwicklung Umsatz**

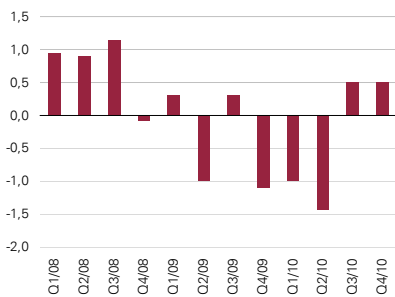
in EUR Mio.



Quelle: Catalis SE

**Entwicklung EBIT**

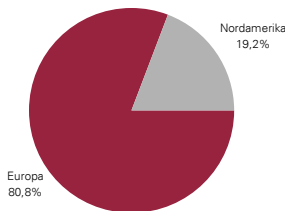
in EUR Mio.



Quelle: Catalis SE

**Umsatz nach Regionen**

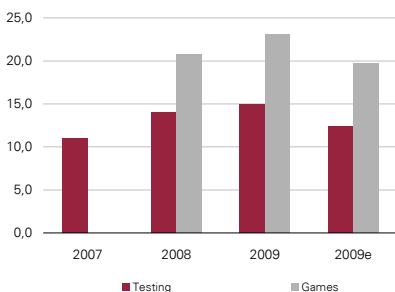
2009



Quelle: Catalis SE

**Umsatzaufteilung nach Bereichen**

in EUR Mio.



Quelle: Catalis SE

**Unternehmenshintergrund**

Die Catalis SE ist auf drei Bereiche fokussiert: Qualitätssicherung digitaler Medien (Test-Dienstleistungen für DVD, Spiele und Software) und Entwicklungs- und Produktionsdienstleistungen für die Spielebranche und Videospieldentwicklung downloadbarer, selbst veröffentlichter Videospiele (DSP-Spiele).

**Wettbewerbsqualität**

Im Segment Qualitätssicherung ist die Gesellschaft stark fokussiert, denn Qualitätssicherungsdienstleistungen digitaler Medien sind ein Nischenmarkt, der von den großen Content-Eigentümern „gesteuert“ wird. Hier verfügt Catalis/Testronic über eine einzigartige Positionierung:

- Bei DVDs und Blu-rays ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von 75% Marktführer. Catalis hat durch Akquisitionen diesen Markt konsolidiert und pflegt sehr langfristige Beziehungen zu den wichtigsten Kunden wie Paramount, The Walt Disney Company und Universal, auf die rund die Hälfte des Testronic Umsatzes entfällt.
- Catalis verfügt zudem über 10 Jahre Erfahrung im Markt für Qualitätssicherung und zeichnet sich durch eine hohe Anpassungsfähigkeit an Kundenwünsche aus. Besonders entscheidend sind bei der Prüfung die Turn-Around-Zeiten, die oft nur 24-48 Stunden betragen. Wettbewerber aus dem asiatischen Raum und Unternehmen mit geringeren Kapazitäten können dies zeitlich nicht erreichen.
- Ebenfalls von zentraler Bedeutung sind die Sicherheitsaspekte (insbesondere Kopiervermeidung). Grundsätzlich sind die Qualitätssicherungskosten bei einer Produktion - relativ zur Produktion selbst - ausgesprochen gering. Insofern ist für einen Content-Eigentümer das Risiko illegale Duplikationen der Master-Datenträger zu erleiden ungleich höher, als der Kostenvorteil bei der Prüfung.
- Die umfangreiche Referenzliste der Testronic unterstreicht den Erfolg dieser strategischen Ausrichtung.

Im Bereich der Spieleentwicklung für Dritte ist Catalis ebenfalls führend positioniert.

- Die Gesellschaft tritt nicht in Konkurrenz zu anderen Spieleherstellern und die Projekte werden in der Regel von großen Konsolenherstellern/Labels unterstützt. Dabei werden Produktionen für eine Vielzahl verschiedener Plattformen und Genres durchgeführt, diese breite Aufstellung verringert die Abhängigkeit gegenüber spezifischen Entwicklungen und „Modeerscheinungen“ in der schnelllebigen Games-Branche.
- Mit drei Entwicklungsstudios in U.K., USA und Tschechien hat Kuju bereits in der Vergangenheit ausgesprochen bekannte und erfolgreiche Spiele für die weltweit führenden Softwarehäuser der Unterhaltungsindustrie hervorgebracht (darunter bekannte Titel wie Herr der Ringe oder SingStar). Das Unternehmen verfügt über 20 Jahre Erfahrung und hat in seiner Unternehmensgeschichte rund 50 Titel entwickelt, die zu Einzelhandelsumsätzen von USD 550 Mio. führten.
- Die zentrale Markteintrittsbarriere bildet jedoch die etablierte Beziehung der Kuju zu ihren Kunden. Ein hochwertiges Kundenportfolio, darunter die größten Verlage weltweit, zeichnen sich zudem durch eine hohe Bonität aus.

Im Segment eigener Videospieldentwicklung downloadbarer Videospiele (DSP-Spiele) besitzt DDP umfangreiche Erfahrungen in einer engen Zusammenarbeit mit den Plattformanbietern sowie in der Positionierung und direkten Vermarktung solcher Videospieldangebote an die Endkunden über den gesamten Lebenszyklus des Spiels hinweg. Die Produkte der DDP werden strukturiert und co-Finanziert, was das Risiko dieses Geschäftsbereichs zusätzlich mindert.

**Gewinn- und Verlustrechnung Catalis**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>11,0</b>	<b>34,6</b>	<b>37,9</b>	<b>32,0</b>	<b>25,8</b>	<b>28,6</b>	<b>31,5</b>
Herstellungskosten	7,1	26,8	27,5	25,9	21,3	20,1	21,8
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>3,9</b>	<b>7,8</b>	<b>10,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,5</b>	<b>8,5</b>	<b>9,7</b>
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4
Verwaltungskosten	1,7	5,3	7,7	7,3	5,9	6,3	7,1
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,9	1,2	1,4	1,2	1,2	1,4
<b>EBITA</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
Abschreibungen auf iAV	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Finanzergebnis	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Steuern gesamt	0,0	-0,2	-0,1	-1,7	-0,1	0,1	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung Catalis**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Herstellungskosten	64,6 %	77,4 %	72,5 %	81,0 %	82,5 %	70,3 %	69,3 %
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>35,4 %</b>	<b>22,6 %</b>	<b>27,5 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>29,7 %</b>	<b>30,7 %</b>
Forschung und Entwicklung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Vertriebskosten	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Verwaltungskosten	15,5 %	15,2 %	20,2 %	23,0 %	23,0 %	22,0 %	22,5 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	1,6 %	0,3 %	0,5 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>2,8 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>26,2 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>11,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,9 %	2,6 %	3,1 %	4,4 %	4,6 %	4,3 %	4,3 %
<b>EBITA</b>	<b>24,3 %</b>	<b>8,1 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>-3,7 %</b>	<b>-6,6 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>7,1 %</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>24,2 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>7,7 %</b>	<b>-4,7 %</b>	<b>-6,6 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>7,1 %</b>
Zinserträge	0,4 %	0,1 %	0,0 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	2,5 %	2,3 %	1,4 %	1,0 %	1,2 %	1,1 %	1,0 %
Finanzergebnis	-4,0 %	-2,9 %	-2,2 %	-1,5 %	-1,2 %	-1,1 %	-1,0 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>20,2 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>-6,2 %</b>	<b>-7,8 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>6,2 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>20,2 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>5,5 %</b>	<b>-6,2 %</b>	<b>-7,8 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>6,2 %</b>
Steuern gesamt	0,2 %	-0,5 %	-0,1 %	-5,3 %	-0,4 %	0,3 %	0,3 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>20,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>-0,9 %</b>	<b>-7,4 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,8 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>20,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>-0,9 %</b>	<b>-7,4 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,8 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>20,0 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>-0,9 %</b>	<b>-7,4 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>5,8 %</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Bilanz Catalis**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,0	15,3	13,4	13,6	13,6	13,6	13,6
davon übrige imm. VG	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,9	15,0	13,2	13,5	13,5	13,5	13,5
Sachanlagen	1,0	1,9	2,5	2,2	2,0	1,7	1,3
Finanzanlagen	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>8,8</b>	<b>17,2</b>	<b>16,0</b>	<b>15,8</b>	<b>15,6</b>	<b>15,3</b>	<b>14,9</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,6	4,6	5,5	2,8	1,4	2,5	2,8
Sonstige Vermögensgegenstände	2,6	4,7	4,9	8,0	8,0	8,0	8,0
Liquide Mittel	8,5	2,7	1,1	1,1	0,1	1,2	3,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,7</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,9</b>	<b>9,4</b>	<b>11,6</b>	<b>14,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>23,5</b>	<b>29,2</b>	<b>27,5</b>	<b>27,7</b>	<b>25,0</b>	<b>26,9</b>	<b>29,1</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	2,3	2,7	2,7	3,8	3,8	3,8	3,8
Kapitalrücklage	15,7	18,5	18,5	18,8	18,8	18,8	18,8
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	-0,4	1,4
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-8,7	-8,4	-8,7	-8,5	-8,5	-8,5	-8,5
Buchwert	9,3	12,9	12,5	14,1	12,2	13,7	15,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>9,3</b>	<b>12,9</b>	<b>12,5</b>	<b>14,1</b>	<b>12,2</b>	<b>13,7</b>	<b>15,6</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,2	3,0	2,5	1,8	1,8	1,8	1,8
Zinstragende Verbindlichkeiten	10,6	8,2	8,5	7,8	7,8	7,8	7,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,9	5,1	3,7	3,8	3,0	3,4	3,7
Sonstige Verbindlichkeiten	0,5	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>14,2</b>	<b>16,3</b>	<b>15,1</b>	<b>13,6</b>	<b>12,8</b>	<b>13,2</b>	<b>13,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>23,5</b>	<b>29,2</b>	<b>27,5</b>	<b>27,7</b>	<b>25,0</b>	<b>26,9</b>	<b>29,1</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Bilanz Catalis**

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,6 %	52,5 %	48,9 %	49,1 %	54,4 %	50,5 %	46,7 %
davon übrige imm. VG	0,3 %	1,3 %	0,7 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,4 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	29,4 %	51,2 %	48,1 %	48,6 %	53,8 %	50,0 %	46,3 %
Sachanlagen	4,1 %	6,4 %	9,3 %	8,1 %	8,0 %	6,4 %	4,5 %
Finanzanlagen	3,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>37,4 %</b>	<b>58,8 %</b>	<b>58,1 %</b>	<b>57,2 %</b>	<b>62,4 %</b>	<b>56,9 %</b>	<b>51,2 %</b>
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,3 %	15,7 %	20,0 %	10,2 %	5,6 %	9,3 %	9,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	11,0 %	16,0 %	18,0 %	28,7 %	31,9 %	29,6 %	27,4 %
Liquide Mittel	36,4 %	9,3 %	4,1 %	4,0 %	0,3 %	4,3 %	11,7 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>62,6 %</b>	<b>41,0 %</b>	<b>42,0 %</b>	<b>42,9 %</b>	<b>37,8 %</b>	<b>43,2 %</b>	<b>48,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	9,8 %	9,2 %	9,8 %	13,7 %	15,2 %	14,1 %	13,0 %
Kapitalrücklage	67,0 %	63,5 %	67,4 %	67,9 %	75,2 %	69,9 %	64,6 %
Gewinnrücklagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-7,6 %	-1,5 %	5,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-37,2 %	-28,7 %	-31,8 %	-30,6 %	-33,9 %	-31,5 %	-29,2 %
Buchwert	39,6 %	44,0 %	45,4 %	51,0 %	48,8 %	51,0 %	53,5 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>39,6 %</b>	<b>44,0 %</b>	<b>45,4 %</b>	<b>51,0 %</b>	<b>48,8 %</b>	<b>51,0 %</b>	<b>53,5 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	1,0 %	10,2 %	9,3 %	6,6 %	7,4 %	6,8 %	6,3 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	45,1 %	28,0 %	30,9 %	28,1 %	31,1 %	28,9 %	26,7 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	12,2 %	17,4 %	13,6 %	13,6 %	12,0 %	12,6 %	12,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	2,2 %	0,2 %	1,0 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>60,4 %</b>	<b>55,8 %</b>	<b>54,7 %</b>	<b>49,1 %</b>	<b>51,3 %</b>	<b>49,2 %</b>	<b>46,5 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung Catalis**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,2	1,8	2,1	-0,3	-1,9	1,5	1,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,9	1,2	1,4	1,2	1,2	1,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	1,6	-1,6	1,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	0,5	-0,2	-1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,5</b>	<b>4,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	-1,1	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,4	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,3	-3,0	-1,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	0,3	-3,0	-1,2	-0,3	0,6	-0,7	0,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>
CAPEX	-0,4	-1,1	-1,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Zugänge aus Akquisitionen	-4,4	-7,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	-0,7	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-5,5</b>	<b>-7,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	8,2	0,0	-0,6	-0,9	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>8,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	5,5	-5,3	-2,1	-0,1	-1,0	1,1	2,2
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>8,5</b>	<b>2,7</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>3,4</b>

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## Kennzahlen Catalis

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	13,9 %	14,9 %	19,8 %	22,9 %	24,1 %	23,1 %	23,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	63.515	82.821	73.008	73.744	57.716	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	16.619	8.892	8.089	479	-1.154	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	24,2 %	7,7 %	7,7 %	-4,7 %	-6,6 %	6,6 %	7,1 %
EBITDA / Operating Assets	169,6 %	270,9 %	97,7 %	16,2 %	-127,0 %	378,6 %	858,8 %
ROA	25,0 %	10,7 %	13,3 %	-1,8 %	-12,2 %	9,8 %	12,3 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	11,4	18,6	14,9	14,2	12,9	16,6	23,9
Operating Assets Turnover	6,5	25,2	8,8	24,9	63,5	34,7	75,3
Capital Employed Turnover	0,6	1,6	1,8	1,5	1,3	1,3	1,3
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	18,0 %	13,1 %	13,9 %	-7,0 %	-8,1 %	9,1 %	10,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	19,5 %	18,2 %	20,0 %	1,0 %	-2,5 %	15,0 %	16,0 %
ROE	23,6 %	14,2 %	17,0 %	-2,0 %	-15,6 %	11,0 %	11,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	27,6 %	16,5 %	16,7 %	-2,1 %	-14,5 %	11,6 %	12,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	27,6 %	16,5 %	16,7 %	-2,1 %	-14,5 %	11,6 %	12,6 %
ROIC	10,8 %	7,6 %	9,0 %	-1,2 %	-8,7 %	6,4 %	7,3 %
<b>Solvenz</b>							
Nettoverschuldung	2,1	5,5	7,4	6,7	7,7	6,6	4,4
Net Gearing	22,0 %	42,5 %	59,1 %	47,3 %	63,1 %	48,2 %	28,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	87,8 %	157,0 %	146,9 %	181,4 %	156,9 %	176,3 %	199,9 %
Current ratio	4,4	2,0	1,9	1,0	0,9	1,0	1,2
Acid Test Ratio	4,1	1,3	1,3	0,9	0,7	0,9	1,0
EBITDA / Zinsaufwand	10,3	4,7	7,7	0,7	0,0	10,4	12,0
Netto Zinsdeckung	11,5	3,5	5,5	n.a.	n.a.	6,3	7,4
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	2,4	0,9	-1,4	-0,5	-1,0	1,1	2,2
Free Cash Flow / Umsatz	21,5 %	2,5 %	-3,6 %	-1,7 %	-4,0 %	3,8 %	7,1 %
Adj. Free Cash Flow	2,5	3,0	2,9	-0,5	-1,2	2,5	2,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	19,8 %	6,8 %	5,3 %	-1,9 %	-5,3 %	7,3 %	8,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	107,2 %	47,8 %	-64,4 %	193,5 %	53,9 %	72,3 %	122,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,8 %	0,5 %	0,7 %	4,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,1 %	8,4 %	6,5 %	3,8 %	3,9 %	3,9 %	3,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	3,7 %	3,1 %	4,9 %	3,0 %	3,7 %	3,3 %	3,0 %
Maint. Capex / Umsatz	3,7 %	2,2 %	3,4 %	2,1 %	2,6 %	2,3 %	2,1 %
CAPEX / Abschreibungen	187,9 %	102,7 %	144,6 %	55,8 %	79,8 %	77,0 %	70,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	11,6 %	0,3 %	1,7 %	1,2 %	-5,0 %	-4,4 %	-2,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	125,5 %	90,4 %	146,8 %	74,5 %	46,7 %	73,5 %	75,7 %
Inventory processing period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0	0,0	0,0
Receivables collection period (Tage)	119	48,3	52,9	32,1	20,0	32,0	32,0
Payables payment period (Tage)	94,8	53,5	36,0	43,1	43,1	43,1	43,1
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-23,1	-11,1	-11,1
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,0	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6
EV/sales	1,5	0,5	0,4	0,5	0,7	0,6	0,4
EV/EBITDA	5,6	4,4	3,9	78,0	n.m.	5,2	3,9
EV/EBIT	6,1	6,1	5,6	n.m.	n.m.	8,6	6,2
EV/FCF	6,9	18,6	n.m.	n.m.	n.m.	14,8	6,2
P/E	2,5	3,6	3,2	n.m.	n.m.	6,3	5,0
P/CF	3,8	1,9	5,8	13,1	neg.	3,5	3,0
Adj. Free Cash Flow Yield	15,3 %	30,3 %	10,1 %	4,5 %	n.a.	16,9 %	22,9 %

Quellen: Catalis (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - Catalis SE**

Angaben in Mio. EUR

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	2,2	1,8	2,1	-0,3	-1,9	1,5	1,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	1,0	1,3	1,7	1,2	1,2	1,4
- Zinsergebnis (netto)	-0,4	-1,0	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3
+ Steuern	0,0	-0,2	-0,1	-1,7	-0,1	0,1	0,1
- Erhaltungsinvestitionen	0,4	0,7	1,3	0,7	0,7	0,7	0,7
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	15,2%	18,3%	17,9%	-2,8%	-6,8%	15,2%	21,0%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>16,2</b>	<b>16,2</b>	<b>16,2</b>	<b>16,2</b>	<b>17,3</b>	<b>16,2</b>	<b>13,9</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>24,7</b>	<b>29,7</b>	<b>29,0</b>	-	-	<b>24,5</b>	<b>29,2</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	6,7	6,7	6,7	6,7	7,7	6,6	4,4
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>18,0</b>	<b>23,0</b>	<b>22,3</b>	-	-	<b>17,9</b>	<b>24,9</b>
Aktienanzahl (Mio.)	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9	37,9
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,48</b>	<b>0,61</b>	<b>0,59</b>	-	-	<b>0,47</b>	<b>0,66</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	89,0%	140,9%	133,7%	-	-	87,7%	160,3%

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	0,33	0,43	0,41	-	-	0,32	0,48
	12,0%	0,37	0,48	0,46	-	-	0,37	0,53
Fairer	11,0%	0,42	0,54	0,52	-	-	0,41	0,59
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>0,48</b>	<b>0,61</b>	<b>0,59</b>	-	-	<b>0,47</b>	<b>0,66</b>
Yield	9,0%	0,55	0,69	0,67	-	-	0,55	0,74
	8,0%	0,64	0,80	0,78	-	-	0,63	0,85
	7,0%	0,76	0,94	0,92	-	-	0,75	0,99

Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**DCF Modell - Catalis SE**

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	25,8	28,6	31,5	34,0	36,7	38,5	40,5	42,5	44,6	46,8	47,5	48,2	49,0	49,7
Veränderung	-19,4%	10,9%	10,0%	8,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
EBIT	-1,7	1,9	2,2	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,5
EBIT-Marge	-6,6%	6,6%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%
Steuerquote	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
NOPAT	-1,6	1,8	2,1	2,3	2,5	2,6	2,7	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Abschreibungen	1,2	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0
in % vom Umsatz	4,6%	4,3%	4,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,6	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
- Investitionen	-0,9	-0,9	-0,9	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0
Investitionsquote	3,7%	3,3%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,7	1,4	2,5	2,4	2,6	2,7	2,8	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	10,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,68%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	1,50%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2023	15,5		
Terminal Value	7,1		
Verbindlichkeiten	-7,8		
Liquide Mittel	1,1	Aktienzahl (Mio.)	37,90
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>16,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>0,42</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

WACC	0,75%	1,00%	1,25%	<b>1,50%</b>	1,75%	2,00%	2,25%
11,68%	0,35	0,36	0,36	0,37	0,37	0,37	0,38
11,18%	0,38	0,38	0,39	0,39	0,40	0,40	0,41
10,93%	0,39	0,40	0,40	0,41	0,41	0,42	0,42
<b>10,68%</b>	0,41	0,41	0,42	<b>0,42</b>	0,43	0,43	0,44
10,43%	0,42	0,43	0,43	0,44	0,44	0,45	0,46
10,18%	0,44	0,44	0,45	0,45	0,46	0,47	0,47
9,68%	0,47	0,48	0,48	0,49	0,50	0,51	0,51

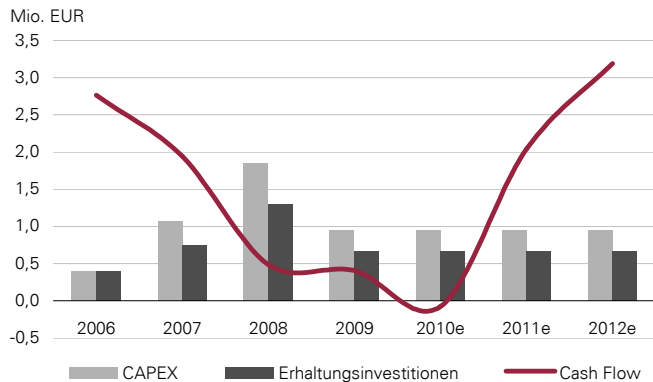
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,68%	0,24	0,28	0,32	0,37	0,41	0,45	0,49
11,18%	0,26	0,30	0,35	0,39	0,44	0,48	0,53
10,93%	0,27	0,31	0,36	0,41	0,45	0,50	0,54
<b>10,68%</b>	0,28	0,33	0,37	<b>0,42</b>	0,47	0,51	0,56
10,43%	0,29	0,34	0,39	0,44	0,48	0,53	0,58
10,18%	0,31	0,36	0,41	0,45	0,50	0,55	0,60
9,68%	0,34	0,39	0,44	0,49	0,54	0,59	0,64

Quelle: Warburg Research



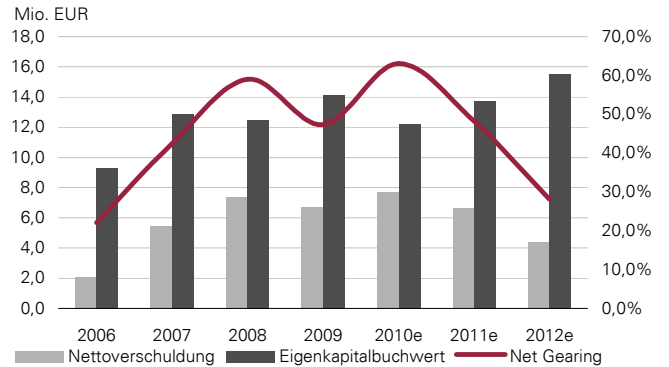
**Investitionen und Cash Flow - Catalis SE**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX und Erhaltungsinvestitionen sind bei Dienstleistern wie Catalis von untergeordneter Bedeutung

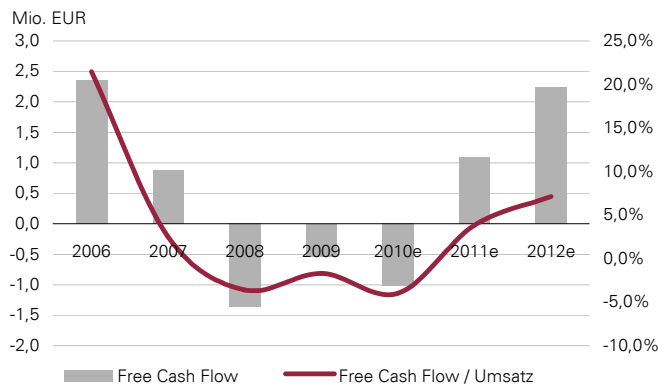
**Bilanzqualität - Catalis SE**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Starke Cash-Flows sollten zukünftig Verschuldung zurückfahren
- Kapitalerhöhung wirkte sich ebenfalls mindernd auf die Verschuldung aus

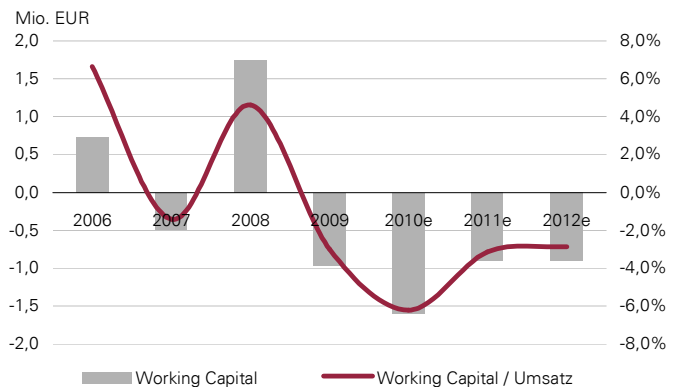
**Free Cash Flow Generation - Catalis SE**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Free Cash Flow vom Umsatz sollte sich ab 2010 auf einem stabilen Niveau von ca. 5% bewegen

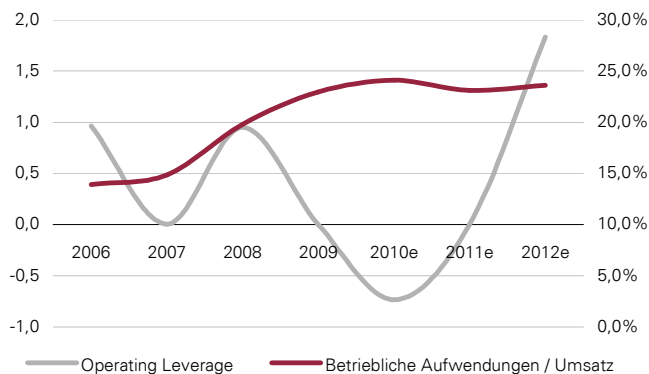
**Working Capital - Catalis SE**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Erwerb der Kuju führte zu einer Reduktion des Working Capital aufgrund von Vorauszahlungen
- Langfristig sollte das Working Capital bei etwa 18% liegen

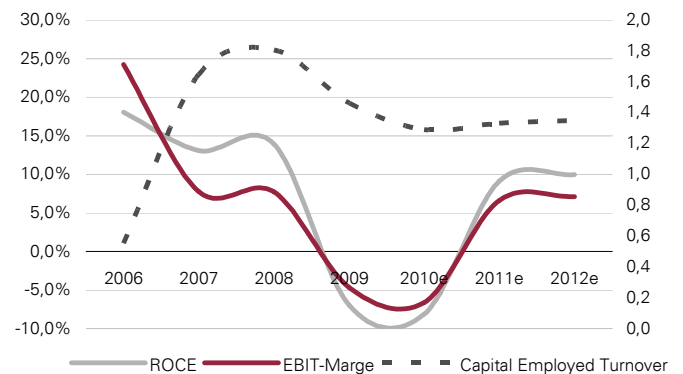
**Operating Leverage - Catalis SE**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Die betrieblichen Aufwendungen vom Umsatz spiegeln die strukturellen Veränderungen bei Catalis wider
- Die vielen Akquisitionen machen die historische Quote unrepresentativ

**ROCE Entwicklung - Catalis SE**



Quellen: Catalis SE (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Engagement im Spiele Bereich (2007) erhöhte zwar das EBIT aber verringerte die Marge und den ROCE

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA betreut die Wertpapiere dieses Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

- K **Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
- H **Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
- V **Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
- “-“ **Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

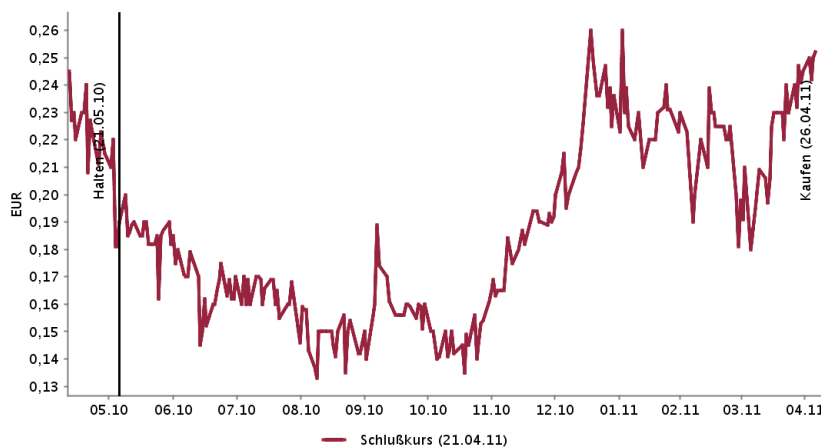
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	69%
Halten	47	27%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>172</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	80	75%
Halten	26	24%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>107</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
CATALIS SE am 26.04.11**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>	<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>		
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b> Business Support	+49 40 309537-100 <a href="mailto:fschmidt-petersen@warburg-research.com">fschmidt-petersen@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>		

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
		<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2663 <a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>