



Researchstudie (Anno)

cenit

CENIT AG Systemhaus

Stand 08.04.2010

Fairer Wert: 6,63 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

CENIT AG Systemhaus *5

Rating: Kaufen

Kursziel: 6,63

aktueller Kurs: 5,46

8.4.2010 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100

WKN: 540710

Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 45,69

EnterpriseValue³: 24,13

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 78,4 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Software/IT

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 695 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Christian Pusch



Die CENIT AG Systemhaus (CENIT) ist seit 1988 am Markt aktiv und als Beratungs- und Softwarespezialist tätig. Dabei hat sich das Unternehmen auf die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Bereichen Product Lifecycle Management (PLM), Enterprise Information Management (EIM) und Application Management Services (AMS) spezialisiert. Besonders im Bereich PLM konnte sich das Unternehmen in den vergangenen Jahren durch die Kooperationen mit Dassault Systèmes und SAP gut entwickeln und zu einem der führenden Beratungs- und Softwareunternehmen in diesem Bereich aufsteigen. Das Angebot reicht dabei von der Auswahl der geeigneten PLM-Software, über die Prozesskettenberatung und Einführungen von PLM-Lösungen beim Kunden, bis hin zu umfassenden Service-Leistungen. Aber auch im Bereich EIM ist CENIT durch Kooperationen, wie zum Beispiel mit IBM, gut positioniert. In beiden Bereichen bietet CENIT zudem eigene Softwarelösungen an. Insgesamt verfügt CENIT derzeit über 20 eigene Anwendungen. Der Bereich AMS rundet das Leistungsangebot ab.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	83,38	86,49	87,00	91,35
EBITDA	6,19	5,30	5,60	6,64
EBIT	4,78	3,89	4,25	5,34
Jahresüberschuss	3,33	2,73	3,01	3,78

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,40	0,33	0,36	0,45
Dividende je Aktie	0,00	0,30	0,30	0,35

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,39	0,28	0,28	0,26
EV/EBITDA	5,24	4,56	4,31	3,63
EV/EBIT	6,78	6,21	5,68	4,52
KGV	13,70	16,75	15,17	12,09
KBV		1,63		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

21.04.2010: IX. MMK / München
10.05.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht
28.05.2010: Hauptversammlung
11.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
November 2010: Deutsches EK-Forum
09.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

19.11.2009: RS / 6,08 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 6,08 / KAUFEN
21.9.2009: RS / KAUFEN
9.9.2009: RG / KAUFEN
6.8.2009: RS / 6,08 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	4
----------------------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	5
Geschäftsentwicklung 2009.....	6
Umsatzentwicklung.....	6
Ergebnisentwicklung.....	7
Rentabilität und Ergebnisqualität.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	9
SWOT-Analyse CENIT AG.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	11
Umsatzprognosen.....	11
Ergebnisprognosen.....	12

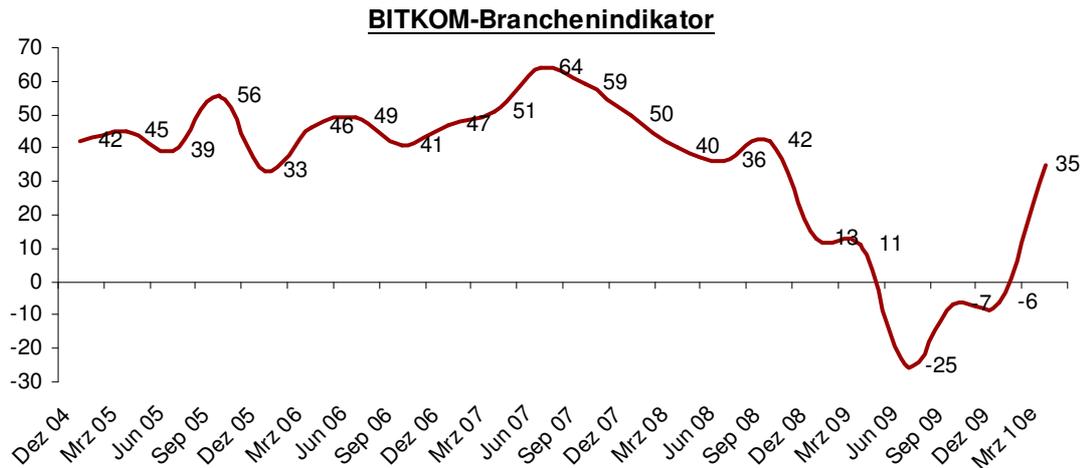
Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten	14
Modelannahmen.....	14
Discounted Cashflow-Modell.....	15
Fazit	16

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	19

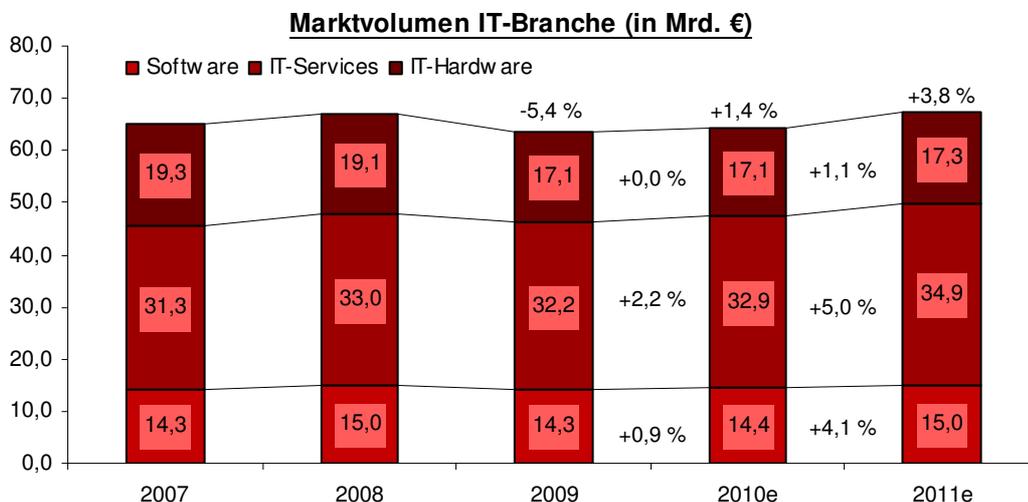
Markt und Marktumfeld



Quelle: BITKOM, BITKOM-Index: Umsatzerwartung für das laufende Quartal

Zum Ende des vergangenen Jahres und zu Beginn des neuen Jahres hellte sich die Stimmung in der IT-Branche, dem BITKOM-Branchenindikator zu Folge, auf. Nachdem die Konjunkturkrise einen Absturz des Indikators auf -25 Punkte verursachte, konnte sich die Lage im Q3 und Q4 2009 wieder verbessern. Im Q1 2010 geht der Branchenverband BITKOM sogar von einer starken Zunahme des Indikators auf 35 Punkte aus, was bereits wieder dem Niveau vor der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 entspricht.

Dennoch ist für 2010 noch nicht mit einer starken Erholung der Branche zu rechnen. Während in 2009 ein Rückgang um 5,4 % registriert werden musste, wird für 2010 mit einem Wachstum um 1,4 % gerechnet. Grund sind die noch immer zurückhaltenden Investitionen der Unternehmen in neue IT-Systeme. Der Investitionsstau soll sich jedoch gemäß der BITKOM im Jahr 2011 endgültig auflösen, was zu einem Wachstum der Branche um 3,8 % führen könnte. Maßgeblich von der Erholung profitieren sollen dabei die Bereiche Software und IT-Services. Mit 5,0 % im IT-Servicebereich und 4,1 % bei Software, wird in 2011 ein überproportionales Wachstum in den für die CENIT wichtigen Bereichen erwartet. Das Gesamtmarktvolumen der IT-Branche wird gemäß den Prognosen von 63,5 Mrd. € in 2009 auf 64,4 Mrd. € bzw. 66,8 Mrd. € in 2010, respektive 2011 wachsen.



Quelle: BITKOM

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	in %	GJ 2009	in %	GJ 2010e	in %	GJ 2011e	in %
Umsatzerlöse	83,357	99,75%	86,488	100,70%	87,000	100,00%	91,350	100,00%
Erhöhung/Verminderung des Bestandes an fertigen/unfertigen Erzeugn.	0,208	0,25%	-0,600	-0,70%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Gesamtleistung	83,565	100,00%	85,888	100,00%	87,000	100,00%	91,350	100,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,786	0,94%	1,005	1,17%	1,000	1,15%	0,500	0,55%
Materialaufwand	-23,250	-27,82%	-27,492	-32,01%	-28,405	-32,65%	-28,136	-30,80%
Rohertrag	61,101	73,12%	59,401	69,16%	59,595	68,50%	63,714	69,75%
Personalaufwand	-38,766	-46,39%	-40,634	-47,31%	-40,000	-45,98%	-42,000	-45,98%
Abschreibungen	-1,409	-1,69%	-1,407	-1,64%	-1,350	-1,55%	-1,300	-1,42%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-16,146	-19,32%	-13,472	-15,69%	-14,000	-16,09%	-15,073	-16,50%
Zinsergebnis	0,478	0,57%	0,197	0,23%	0,250	0,29%	0,300	0,33%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	5,258	6,29%	4,085	4,76%	4,495	5,17%	5,641	6,18%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1,924	-2,30%	-1,357	-1,58%	-1,483	-1,71%	-1,862	-2,04%
Jahresüberschuss/-fehlbetrag	3,334	3,99%	2,728	3,18%	3,012	3,46%	3,780	4,14%
EBITDA	6,189		5,295		5,595		6,641	
In %	7,41 %		6,17 %		6,43 %		7,27 %	
EBIT	4,780		3,888		4,245		5,341	
in %	5,72 %		4,53 %		4,88 %		5,85 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,40		0,33		0,36		0,45	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,30		0,30		0,35	

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.12.2007	Bilanzstichtag: 31.12.2008	Bilanzstichtag: 31.12.2009
Operatives Anlagevermögen	2,010	3,954	3,506
Working Capital	5,800	8,134	3,010
Nettoverschuldung	-18,367	-13,276	-21,559
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,000	0,000	0,000
Finanzvermögen	18,367	13,276	21,559
Eigenkapitalquote in %	71,5 %	64,4 %	64,4 %
Gezeichnetes Kapital	8,368	8,368	8,368
Aktienanzahl	8,368	8,368	8,368
Bilanzsumme	36,610	39,414	43,611

* gemäß Berechnungen GBC

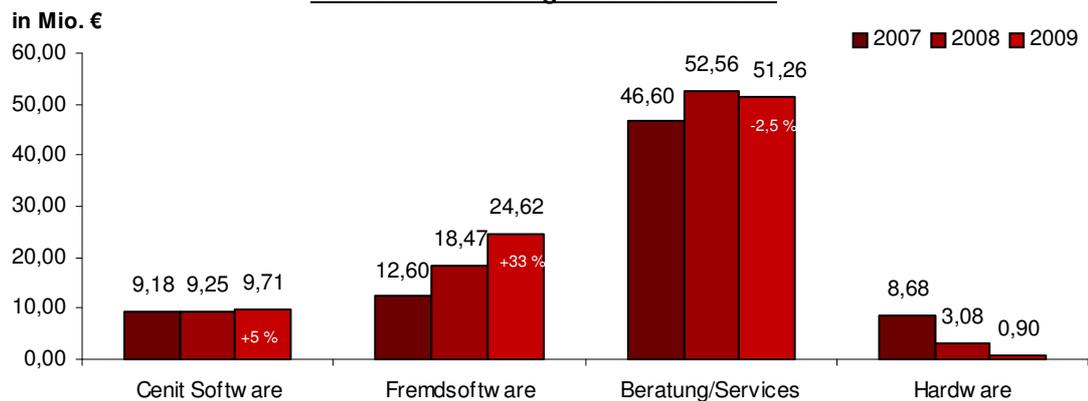
Geschäftsentwicklung 2009

In Mio. €	2008	2009 erwartet	2009 erreicht	Delta 2009e/2009a
Umsatzerlöse	83,36	83,25	86,49	+3,8 %
EBITDA	6,19	5,45	5,30	-2,8 %
EBITDA-Marge	7,4 %	6,6 %	6,2 %	-0,4 Pp.
EBIT	4,78	4,05	3,89	-4,0 %
EBIT-Marge	5,7 %	4,9 %	4,5 %	-0,4 Pp.
Konzernergebnis	3,33	2,96	2,73	-7,8 %

Quelle: CENIT, GBC

Umsatzentwicklung

Umsatzentwicklung Produktbereiche



Quelle: CENIT, GBC

Die Konjunkturkrise ließ CENIT nicht unberührt. Wichtige Kundenmärkte, wie die Automobilindustrie, erfuhren massive Absatzeinbrüche woraus Überkapazitäten resultierten. Darauf wurde mit Investitionsstopps und Kurzarbeit reagiert, was vor allem das Eigensoftware- und Servicegeschäft von CENIT betraf. Dennoch konnte das Unternehmen die Umsatzerlöse um 3,8 % auf 86,49 Mio. € steigern. Dies ist insbesondere im Zusammenhang mit dem Fremdsoftwaregeschäft zu sehen, das um rund ein Drittel zulegen konnte. Maßgeblichen Einfluss auf diesen Anstieg hatte dabei die Value-Added-Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes.

Jedoch hellte sich die Situation im Jahresverlauf auf. Bereits im Q3 2009 konnte bei den Kunden eine Wiederaufnahme von Investitionsentscheidungen beobachtet werden. Dies bestätigte sich im Q4 2009, als der Auftragseingang erstmalig seit dem Q1 2009 wieder über den Umsatzerlösen lag, bzw. ein Book-to-Bill-Ratio von über 1 zu Buche stand.

Entwicklung Auftragseingänge und Umsatzerlöse



Quelle: CENIT, GBC

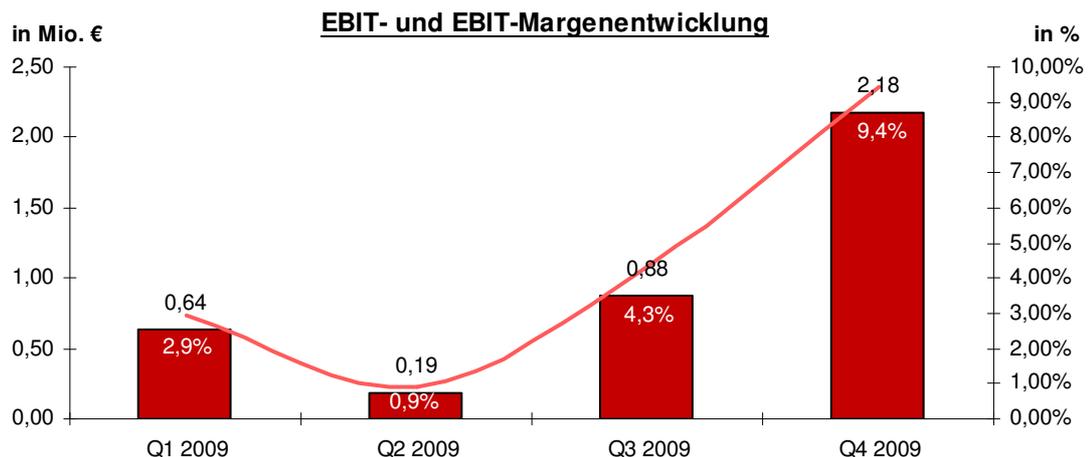
Ergebnisentwicklung

Auch ergebnisseitig machte sich die Konjunkturkrise bei CENIT bemerkbar. Auf Grund der Investitionszurückhaltung der Kunden war vor allem der Servicebereich einer Unterauslastung ausgesetzt. Auch die Tagessätze kamen im Zuge der Krise stark unter Druck. Diese Effekte konnten, trotz der sich belebenden Auftrags- und Umsatzsituation, in der zweiten Jahreshälfte nicht wieder ausgeglichen werden. Daher musste ein Rohmargenrückgang um 4 Prozentpunkte auf 69,2 % hingenommen werden.

Um dem Umsatzrückgang entgegenzusteuern, wurden verschiedene Kostensenkungsmaßnahmen umgesetzt. So wurde vom Instrument der Kurzarbeit Gebrauch gemacht sowie weitere Einsparungen vor allem in den Bereichen Marketing, Reisekosten und Fuhrpark getroffen. Auch eine Reduktion des Mitarbeiterbestandes im Jahresverlauf von 721 auf 695 wurde vorgenommen. Der Personalaufwand erfuhr dennoch gegenüber dem Vorjahr einen Anstieg um 1,87 Mio. € auf 40,63 Mio. €, was im Wesentlichen aus der Erhöhung des Entwicklungsaufwandes resultierte. Zudem fielen Aufwendungen für die Beendigung von Arbeitsverhältnissen an und es wurde konzernweit ein allgemein leichter Gehaltsanstieg vollzogen. Dagegen wurden bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen starke Senkungen um 16,6 % auf 14,12 Mio. € erreicht.

Ein Schwerpunkt wurde im GJ 2009 auch auf die Weiterentwicklung von eigenen Softwarelösungen gelegt, um die Innovationskraft aufrecht zu erhalten. Die Entwicklungskosten stiegen im Vergleich zum VJ um 1,11 Mio. € an und wurden im GJ vollständig als Aufwand erfasst.

Das EBIT sank im Zuge der oben beschriebenen Einflussfaktoren von 4,78 Mio. € im VJ auf nunmehr 3,89 Mio. €. Die EBIT-Marge war ebenfalls von 5,7 % auf 4,5 % rückläufig. Dennoch konnte im Jahresverlauf, einhergehend mit der Belegung der Auftragseingänge, eine Verbesserung des EBIT beobachtet werden. Nachdem im Q2 2009 mit 0,19 Mio. € der Tiefpunkt erreicht wurde, lag das EBIT im Q4 2009 bereits wieder bei 2,18 Mio. €. Entsprechend verbesserte sich die EBIT-Marge im Q4 auf 9,4 %.

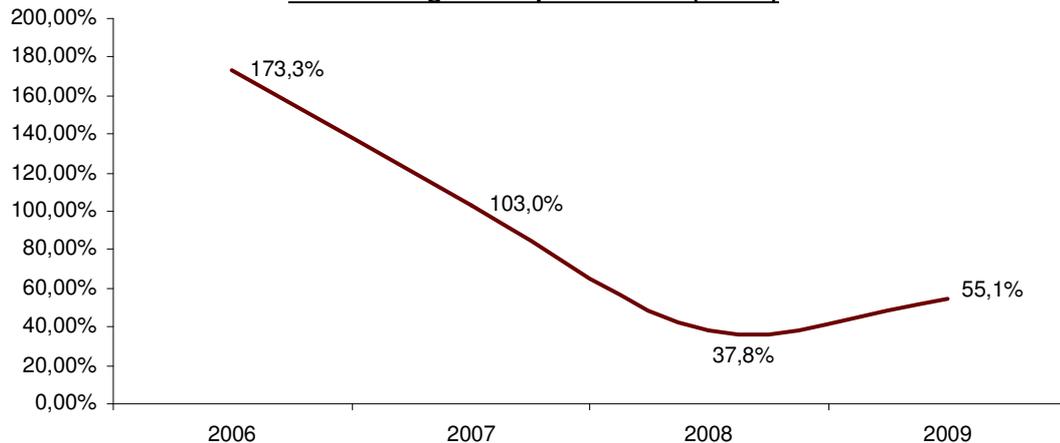


Quelle: CENIT, GBC

Der Jahresüberschuss verringerte sich proportional zum EBIT um 18,2 % auf 2,73 Mio. €. Dennoch will CENIT den Aktionären auf der diesjährigen Hauptversammlung die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,30 € vorschlagen. Im VJ wurde die Dividendenzahlung zur Wahrung der stabilen bilanziellen und finanziellen Situation ausgesetzt.

Rentabilität und Ergebnisqualität

Entwicklung der Kapitalrendite (ROCE)



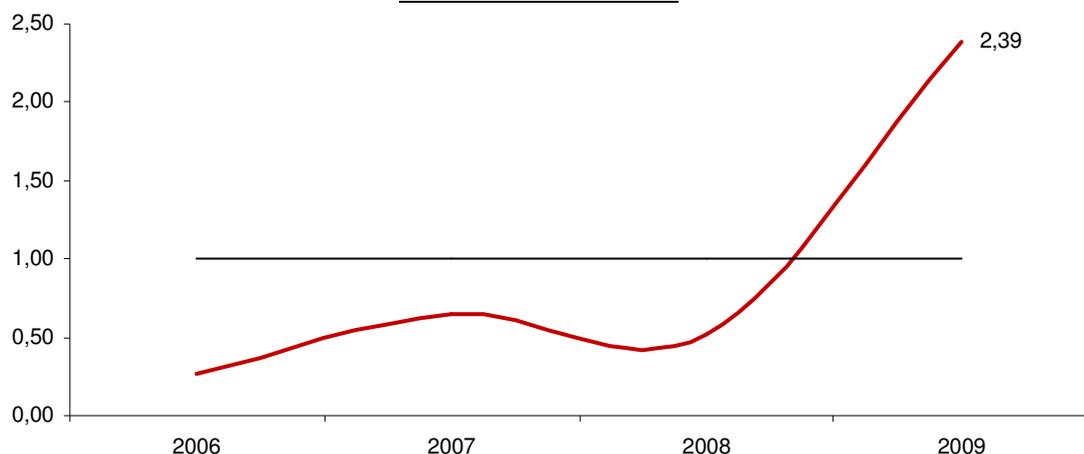
Quelle: GBC

Trotz der rückläufigen Ergebniskennzahlen gelang es CENIT die Profitabilität klar zu halten und ein positives Jahresergebnis zu erzielen. Bei der Kapitalrendite (ROCE = Return on Capital Employed) konnte im Vergleich zum Vorjahr sogar eine Verbesserung auf 55,1 % erreicht werden. Aber auch weitere Kennzahlen zur Kapitalverzinsung, wie die Eigenkapitalrendite oder die Gesamtkapitalrendite, konnten in 2009 deutlich im positiven Bereich gehalten werden. So betrug die Eigenkapitalverzinsung trotz des Ergebnisrückgangs noch immer starke 9,7 %.

Hintergrund der gesteigerten Kapitalrendite ist vor allem die Senkung des Capital Employed, also des im Unternehmen eingesetzten Kapitals. Dies ist wiederum auf einen starken Cashflow im Berichtsjahr zurückzuführen. Während der operative Cashflow im VJ noch bei 2,48 Mio. € gelegen war, konnte im GJ 2009 ein operativer Cashflow in Höhe von 9,29 Mio. € generiert werden. Auch der Clean Free Cashflow (vor Wertpapiertransaktionen) lag mit 8,33 Mio. € deutlich im positiven Bereich.

Damit stellte CENIT unter Beweis, dass auch in schwachen konjunkturellen Phasen die starke Innenfinanzierungskraft beibehalten und die Ergebnisqualität hoch gehalten werden kann. Ausdruck der starken Ergebnisqualität gibt die Cash Conversion Rate. Mit einem Wert von 2,39 im GJ 2009 konnte jeder erwirtschaftete Euro des EBIT in 2,39 Euro Cashflow gewandelt werden.

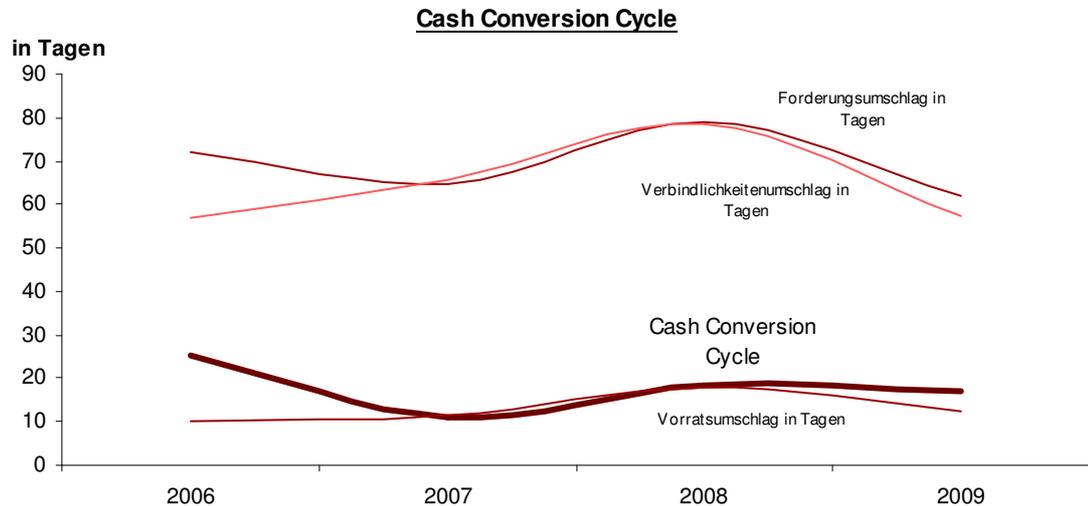
Cash Conversion Rate



Quelle: GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation

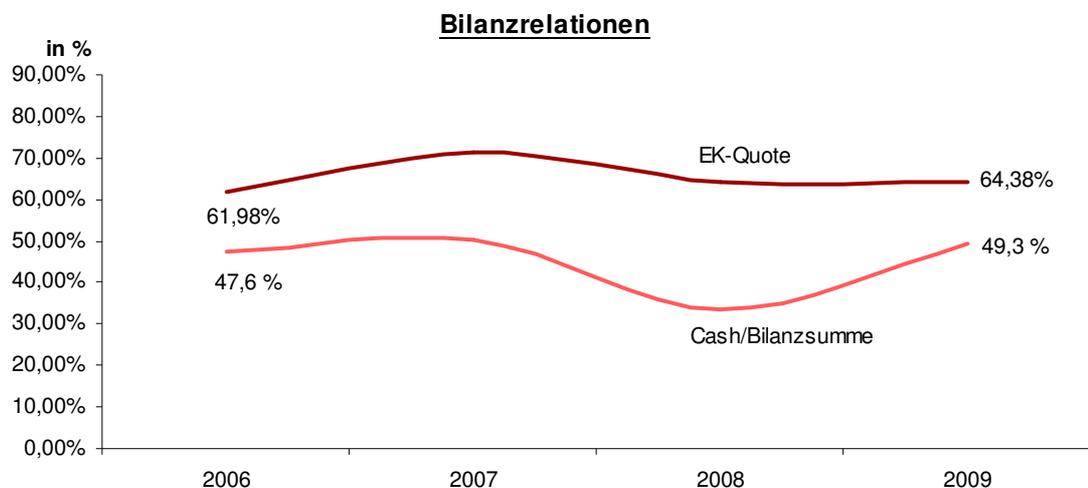
Ein wesentlicher Baustein des starken Cashflows im GJ 2009 war die Optimierung des Working Capitals. So wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr die Forderungen, als auch die Vorräte reduziert, was jeweils zu Reduktionen der Umschlagshäufigkeiten und einer damit verbundenen verringerten Kapitalbindung führte. Der Cash Conversion Cycle (CCC) konnte insgesamt weiter reduziert werden und lag im GJ 2009 bei 17 Tagen. Noch im Jahr 2006 betrug der CCC 25 Tage.



Quelle: GBC

Weiterhin verbessert wurde im Zuge des starken Cashflows auch die bilanzielle Situation. Während die Eigenkapitalquote mit 64,4 % auf dem Vorjahresniveau verharrte, stieg der Anteil der liquiden Mittel an der Bilanzsumme von 33,6 % in VJ auf 49,3 %. Bankverbindlichkeiten wies die Bilanz zum Ende des Geschäftsjahres 2009, genauso wie zum Vorjahresende, nicht auf.

Die stabilen bilanziellen Relationen erwiesen sich im Krisenjahr 2009 als stark unterstützend bei der Auftragsgewinnung. Kunden zeigten ein verstärktes Vertrauen gegenüber Partnern mit finanziellem Spielraum. Dies erwies sich als Wettbewerbsvorteil und wirkte zur Umsatzsteigerung im abgelaufenen Geschäftsjahr bei.



Quelle: GBC

SWOT - ANALYSE CENIT AG

Stärken

- Starke Bilanz mit hoher Eigenkapitalquote und liquiden Mitteln in Höhe von 21,51 Mio. €
- Starke Expertise in den Bereichen Automotive, Luftfahrt und Finanzdienstleistungen
- Profitabilität konnte auch während der Wirtschaftskrise auf einem positiven Niveau gewahrt werden
- Hohe Innovationskraft im Bereich der Eigensoftware

Schwächen

- Abhängigkeit von starken Partnern wie SAP, IBM und Dassault Systèmes
- Hohe Abhängigkeit von großen Kernkunden wie EADS oder Allianz
- Starker Einfluss der allgemeinen konjunkturellen Lage auf die Ertragslage führen zu prozyklischem und konjunktursensiblen Geschäftsverlauf
- Geringerer Margenbeitrag im umsatzstarken Fremdsoftwaregeschäft

Chancen

- Verstärkte Konzentration auf kleine und mittelgroße Unternehmen könnte Umsatzerlöse diversifizieren und gleichzeitig neues Wachstumspotenzial eröffnen
- Ein verstärkter Absatz von Eigensoftware würde die Ergebnismargen deutlich erhöhen
- Zukünftige Übernahmen könnten das Wachstumstempo beschleunigen
- Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunden bieten

Risiken

- Investitionsstau in den Kundenbranchen, wie der Automobilindustrie, könnte weiterhin anhalten
- Eine anhaltende konjunkturelle Schwäche könnte die Ergebnisse weiterhin belasten
- Der Wegfall eines Großkunden könnten starke Umsatzauswirkungen haben
- Entwicklungen im Bereich der Eigensoftware könnten vom Markt nicht angenommen werden, was zu Sunk Costs im Entwicklungsbereich führen würde

Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2009	2010e alt	2010e neu	2011e
Umsatz (netto)	86,49	85,74	87,00	91,35
EBITDA	5,30	6,66	5,60	6,64
EBITDA-Marge	6,2 %	7,8 %	6,4 %	7,3 %
EBIT	3,89	5,26	4,25	5,34
EBIT-Marge	4,5 %	6,1 %	4,9 %	5,9 %
Konzernergebnis	2,73	3,92	3,01	3,78

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Auch wenn sich die Auftragseingänge der CENIT im Q3 und Q4 2009 deutlich belebten, ist die Gesamtsituation weiterhin als verhalten einzustufen. So lag der Auftragsbestand zum Jahresende 2009 bei 27,70 Mio. €, nach 30,20 Mio. € im VJ. Auch eine nachhaltige Auflösung des Investitionsstaus ist derzeit noch nicht absehbar. Die Umsatzentwicklung im GJ 2010 ist daher stark von einer Belebung der wichtigen Kundenbranchen der CENIT, vor allem der Automobil-, Luftfahrt- und Finanzdienstleistungsindustrie abhängig.

Wir gehen davon aus, dass eine maßgebliche Belebung des Investitionsverhaltens der Kunden nicht vor dem 2. HJ 2010 zu erwarten ist. Dies indiziert das derzeitige Auftragsvergabeverhalten und deckt sich mit den Erwartungen des Branchenverbandes BITKOM. Jedoch erwarten wir, dass schon im 2. HJ 2010 mit einer konjunkturgetriebenen Belebung des Geschäfts zu rechnen ist. Dies sollte sich dann aber vor allem im GJ 2011 bemerkbar machen. Daher gehen wir davon aus, dass die Umsatzerlöse im GJ 2010 zunächst nur leicht aufwärts gerichtet sind und bei 87,00 Mio. € liegen. Im GJ 2011 sollte die Dynamik stärker zulegen und ein Wachstum um 5,0 % auf 91,35 Mio. € ermöglichen. Gleichzeitig erwarten wir eine ansteigende Produktivität, wie der Indikator Umsatz/Mitarbeiter indiziert (siehe Grafik). Nachdem bereits in 2009 eine klare Verbesserung erzielt werden konnte, sollte sich die Mitarbeiterproduktivität auf hohem Niveau festigen.



Quelle: GBC

Um der zunächst erwarteten Fortsetzung der kundenseitigen Nachfrageschwäche entgegenzuwirken und die Umsatzerlöse zukünftig weiter zu diversifizieren, soll vor allem der Produktbereich Eigensoftware gestärkt werden. Die spezialisierten Softwarelösungen der CENIT bieten den Kunden klare Mehrwerte, was eine Investitionsentscheidung erleichtert. Ein Beispiel hierfür ist die neue Prozesslösung für die integrierte Produktentwicklung mit SAP, CenitCONNECT. Die Software erlaubt es den Kunden die Produktivität und Effizienz bei der Produktentwicklung oder bei

Änderungsprojekten zu erhöhen und beschleunigt Prozesse. CenitCONNECT stieß seit Einführung auf dem Markt auf große Resonanz und ergänzt die bisherigen SAP-Lösungen von CENIT hervorragend.

Ein weiterer Baustein zur Stabilisierung und Diversifikation der Umsatzerlöse ist die Erweiterung der Kundengruppe um den öffentlichen Sektor. Auf der CEBIT stellte CENIT in diesem Jahr, zusammen mit IBM, erstmalig eine Softwarelösung für das Dokumentenmanagement für juristische Anwendungen vor. Ein Pilotprojekt zum Thema „digitale Akte“ wird derzeit an einem Gericht in Nordrhein-Westfalen durchgeführt. Der öffentliche Bereich könnte damit in den nächsten Jahren zu einem wichtigen Sektor für CENIT heranwachsen, zumal die konjunkturelle Abhängigkeit in diesem Bereich deutlich geringer ist, als in der Privatwirtschaft.

Ergebnisprognosen

Um den Anteil der Eigensoftware am Umsatz auszubauen, erhöhte CENIT bereits im GJ 2009 die Entwicklungsaufwendungen. Dieser Trend sollte auch im laufenden Geschäftsjahr weiterhin zu beobachten sein. Wir gehen davon aus, dass die Entwicklungsaktivitäten von 4,76 Mio. € in 2009 auf nunmehr 5,00 Mio. € ansteigen werden. Auch in den kommenden Jahren wird der Aufwand auf dem erhöhten Niveau gehalten werden, um im Bereich der Softwarelösungen die Wettbewerbsfähigkeit aufrecht zu erhalten. Nach einem Anteil von 5,5 % vom Umsatz in 2009, erwarten wir in 2010 Entwicklungskosten von 5,7 % vom Umsatz. Damit wird deutlich, dass die Innovationskraft der CENIT auch in den nächsten Jahren auf einem hohen Niveau gehalten werden soll. Die Entwicklungskosten werden derzeit nicht aktiviert, sondern in vollem Umfang als Periodenaufwand verbucht.



Quelle: GBC

Ein erhöhter Anteil an Eigensoftwarelösungen vom Umsatz wird gemäß unseren Schätzungen zu einer verbesserter Rohertragsmarge führen. Ein wesentlicher Effekt daraus ist jedoch erst im 2. HJ 2010 bzw. in 2011 zu erwarten. Daher gehen wir erst in 2011 von einer wieder steigenden Rohmarge auf dann 69,8 % aus.

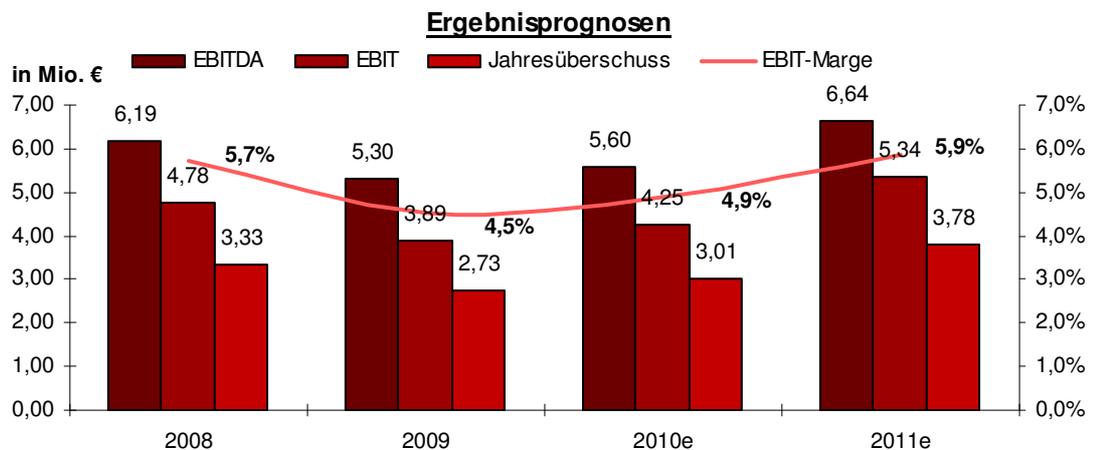
Wir erwarten für 2010 einen leicht erhöhten Mitarbeiterbestand zum Ende des Jahres hin. Die Personalkosten sollten dennoch auf Gesamtjahresbasis leicht um 0,63 Mio. € rückläufig sein, da Einmalaufwendungen, wie Abfindungszahlungen, nicht erneut anfallen werden. Die Entwicklungskosten werden erwartungsgemäß nochmals leicht über dem Niveau von 2010, bei rund 5,00 Mio. € liegen.

Die positive Ergebniswirkung der gesenkten sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollte auch in 2010 weiterhin Bestand haben, wenngleich die variablen Bestandteile, wie Reise- oder Marketingkosten, wieder leicht anziehen könnten. Insgesamt erwarten wir einen leichten Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 3,9 % auf 14,00 Mio. €.

Insgesamt erwarten wir daher trotz einer flachen Umsatzentwicklung ein um 9,2 % verbessertes EBIT in Höhe von 4,25 Mio. €. Die EBIT-Marge wird damit voraussichtlich leicht von 4,5 % auf 4,9 % zulegen. Insbesondere die reduzierte Kostenbasis sehen wir dabei als primären Ergebnistreiber. Im 2. HJ 2010 könnten zudem bereits erste Effekte aus dem gestärkten Eigensoftwaregeschäft wirken.

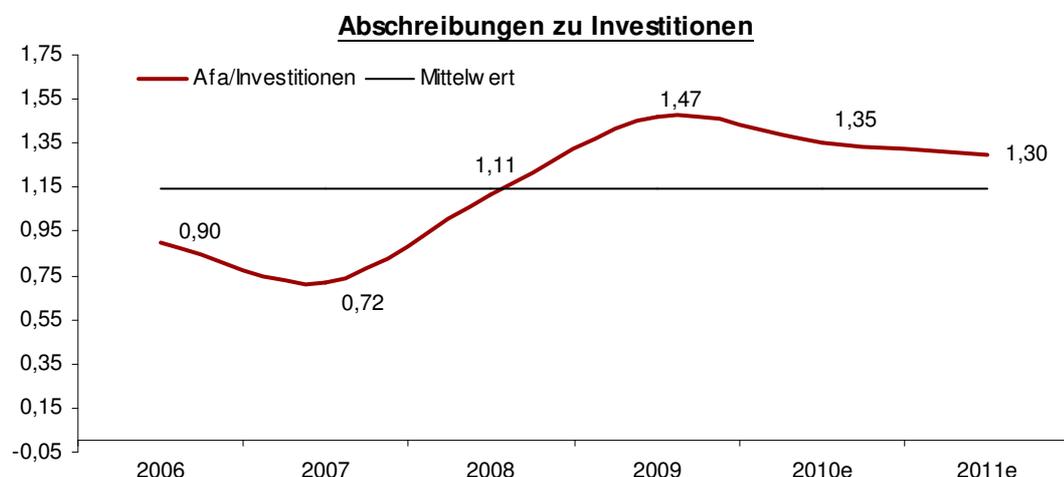
In 2011 erwarten wir dann, im Zuge der merklichen Umsatzbelebung sowie des erhöhten Anteils an Eigensoftware, eine nochmals dynamischere Ergebnisentwicklung und eine EBIT-Steigerung um 25,8 % auf 5,34 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 5,9 % entspricht.

Auch netto sind in 2010, als auch in 2011, Steigerungen beim Jahresüberschuss zu erwarten. Während wir für 2010, entsprechend dem EBIT, noch von einem moderaten Zuwachs um 10,4 % ausgehen, sollte sich der Anstieg in 2011 dann auf 25,5 % bzw. 3,78 Mio. € beschleunigen.



Quelle: GBC

Die Investitionen in Sachanlagen werden auch in den nächsten Geschäftsjahren von einer untergeordneten Bedeutung sein. Während sich diese im GJ 2009 auf 0,96 Mio. € beliefen, erwarten wir in den kommenden beiden Geschäftsjahren vergleichbare Größenordnungen für Ersatzinvestitionen. Damit sollten auch die Abschreibungen eine leicht sinkende Tendenz beibehalten. Im Zusammenspiel mit einem positiven operativen Cashflow werden die über den Abschreibungen liegenden Investitionen auch weiterhin zu einer hohen Ergebnisqualität und steigenden Kapitalrenditen beitragen. Auch der für Dividenden ausschüttungsfähige Betrag bleibt im Rahmen dessen auf einem hohen Niveau.



Quelle: GBC

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der CENIT AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,4571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,26 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,26 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,26 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	27,17 %
WACC	11,26 %

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 11-13), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 7,25 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2%.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,26 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 6,63 Euro**.

CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	7,3%	ewige EBITA - Marge	5,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	46,7%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	5,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	87,00	91,35	94,09	96,91	99,82	102,82	105,90	109,08	
US Veränderung	1,3%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	28,06	32,63	26,88	25,84	24,96	24,19	23,53	22,96	
EBITDA	5,60	6,64	6,82	7,03	7,24	7,45	7,68	7,91	
EBITDA-Marge	6,4%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	
EBITA	4,25	5,34	5,51	5,39	5,49	5,59	5,69	5,81	
EBITA-Marge	4,9%	5,8%	5,9%	5,6%	5,5%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%
Steuern auf EBITA	-1,40	-1,76	-1,82	-1,78	-1,81	-1,84	-1,88	-1,92	
zu EBITA	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	2,84	3,58	3,69	3,61	3,68	3,74	3,82	3,89	
Kapitalrendite	43,6%	52,2%	47,4%	41,8%	40,6%	39,6%	38,6%	37,8%	37,0%
Working Capital (WC)	3,75	5,00	5,15	5,30	5,46	5,62	5,79	5,97	
WC zu Umsatz	4,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC									
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,10	2,80	3,50	3,75	4,00	4,25	4,50	4,75	
AFA auf OAV	-1,35	-1,30	-1,31	-1,63	-1,75	-1,87	-1,98	-2,10	
AFA zu OAV	43,5%	46,4%	46,7%	46,7%	46,7%	46,7%	46,7%	46,7%	
Investitionen in OAV	-0,94	-1,00	-2,01	-1,88	-2,00	-2,12	-2,23	-2,35	
Investiertes Kapital	6,85	7,80	8,65	9,05	9,46	9,87	10,29	10,72	
EBITDA	5,60	6,64	6,82	7,03	7,24	7,45	7,68	7,91	
Steuern auf EBITA	-1,40	-1,76	-1,82	-1,78	-1,81	-1,84	-1,88	-1,92	
Investitionen gesamt	-1,68	-2,25	-2,15	-2,04	-2,16	-2,28	-2,40	-2,52	
Investitionen in OAV	-0,94	-1,00	-2,01	-1,88	-2,00	-2,12	-2,23	-2,35	
Investitionen in WC	-0,74	-1,25	-0,15	-0,15	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,51	2,63	2,85	3,21	3,27	3,33	3,40	3,47	40,51
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	33,71	34,88							
Barwert expliziter FCFs	14,51	13,52							
Barwert des Continuing Value	19,20	21,36							
Nettoschulden (Net debt)	-21,81	-22,23							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	55,52	57,10							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	55,52	57,10							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,368	8,368							
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,63	6,82							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,2%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	27,2%
WACC	11,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
33,0%	6,77	6,56	6,37	6,21	6,06
35,0%	6,92	6,70	6,50	6,33	6,17
37,0%	7,08	6,84	6,63	6,45	6,29
39,0%	7,24	6,99	6,77	6,57	6,40
41,0%	7,39	7,13	6,90	6,69	6,51

Fazit

Das wirtschaftliche Umfeld der CENIT AG zeigte sich im GJ 2009 maßgeblich durch die Rezession geprägt. Bei den Kunden der CENIT, insbesondere aus der Automobil-, Luftfahrt- und Finanzdienstleistungsbranche, äußerte sich dies in Überkapazitäten, Mitarbeiterentlassungen und Kurzarbeit. Daher wurde dort auch die Investitionstätigkeit stark zurückgefahren.

Umso bemerkenswerter ist, dass es CENIT auch in 2009 gelang, die Umsatzerlöse weiter zu steigern. Nach 83,36 Mio. € im Vorjahr wurden im GJ 2009 86,49 Mio. € erlöst. Der Anstieg ist zu einem großen Teil auch auf die Value-Added-Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes und damit auf den Produktbereich Fremdsoftware zurückzuführen.

Zum Jahresende hin konnte eine Aufhellung der Lage festgestellt werden, als Kunden im Q3 2009 bereits wieder verstärkt Investitionsentscheidungen aufnahmen. Dies zeigte sich auch in den Auftragseingängen und Umsatzerlösen im Q4 2009, die jeweils über den Werten der Vorquartale lagen. Auch das Book-to-Bill-Ratio lag im Q4 wieder über dem Niveau von 1.

Dennoch konnte die Investitionszurückhaltung und der Preisdruck im Zuge der Konjunkturlaute nicht ausgeglichen werden. Das EBIT sank in Folge auf Gesamtjahresbasis auf 3,89 Mio. €, nach 4,78 Mio. € im VJ. Dabei ist positiv hervorzuheben, dass trotz der herausfordernden Marktumstände ein klar positives Ergebnis erzielt und gleichzeitig die Ergebnisqualität auf einem hohen Niveau gehalten wurde. Die Kapitalrendite (ROCE) konnte im Vergleich zum VJ sogar gesteigert werden. Auch der Free Cashflow lag mit 8,33 Mio. € deutlich im positiven Bereich.

Dies ermöglichte CENIT auch im GJ 2009 die Verbesserung der starken Bilanzrelationen. Während die Eigenkapitalquote auf einem hohen Niveau von 64,4 % verharnte, kletterten die liquiden Mittel im Verhältnis zur Bilanzsumme auf 49,3 %. Bankverbindlichkeiten bestanden, wie im VJ, keine.

Für das laufende GJ 2010 gehen wir davon aus, dass sich die Erholung der Konjunktur noch nicht markant bemerkbar machen wird. Vielmehr ist in 2011 dann ein überproportionaler Anstieg zu erwarten. Dennoch prognostizieren wir für 2010 steigende EBIT-Zahlen, da die Kostenbasis erfolgreich reduziert wurde. In 2011 erwarten wir dann ein dynamisches Wachstum des EBIT, was neben der allgemeinen Konjunkturerholung auf einen verstärkten Absatz von Eigensoftware zurückzuführen sein sollte. Eine verstärkte Entwicklungs- und Vertriebstätigkeit wird bereits jetzt forciert.

Insgesamt ist CENIT damit zufriedenstellend durch das anspruchsvolle Jahr 2009 gekommen und sollte auch in 2010 und 2011 weiterhin eine gute Entwicklung aufweisen können. Unser bisheriges Kursziel von 6,08 € erhöhen wir daher im Zuge unserer Prognoseanpassungen auf nunmehr 6,63 €. Bei einem aktuellen Kurs von 5,46 € ergibt sich ein Kurspotenzial von rund 20 %. Das Rating lautet entsprechend weiterhin KAU-FEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de