

Researchstudie (Anno)

tinor

**Weiteres Wachstum in 2011 und 2012
Margensteigerungen in Sicht
Kursziel erhöht**

Kursziel: 7,00 €

Rating: Kaufen

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

CENIT AG *5

Rating: KAUFEN

Kursziel: 7,00

aktueller Kurs: 5,10

7.4.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100

WKN: 540710

Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 42,68

EnterpriseValue³: 25,33

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 74,3 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Christoph Schnabel

schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

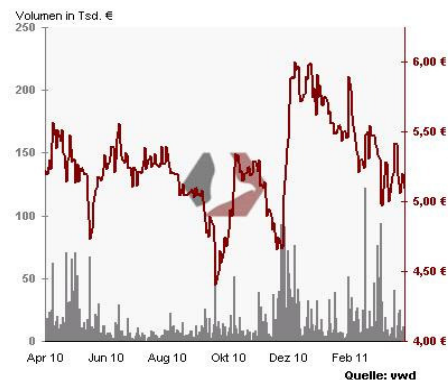
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 634 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Christian Pusch



Die CENIT AG 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. Mit der Übernahme der conunit GmbH wurde der Bereich EIM zudem durch das Thema Business Intelligence (BI) ergänzt. In beiden Bereichen bietet CENIT zudem über 20 eigene Softwarelösungen an. Der Bereich AMS rundet das Leistungsangebot ab.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	86,49	93,17	99,00	103,95
EBITDA	5,30	5,74	6,40	7,28
EBIT	3,89	3,97	4,40	5,28
Jahresüberschuss	2,73	3,01	3,17	3,78

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,33	0,36	0,38	0,45
Dividende je Aktie	0,30	0,15	0,20	0,25

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,24	0,27	0,26	0,24
EV/EBITDA	3,99	4,41	3,96	3,48
EV/EBIT	5,43	6,39	5,76	4,80
KGV	15,64	14,18	13,45	11,30
KBV		1,47		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

- 11.05.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
- 26.05.2011: Hauptversammlung
- 06.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
- 10.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

- 7.12.2010: RG / 6,63 / KAUFEN
- 11.11.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
- 13.8.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
- 12.5.2010: RS / 6,63 / KAUFEN
- 8.4.2010: RS / 6,63 / 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

Unternehmen

Geschäftssegmente.....	1
Kundenstruktur.....	1
Aktionärsstruktur.....	1

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	2
----------------------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2010.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	6
SWOT-Analyse CENIT AG.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8

Bewertung/ Fazit

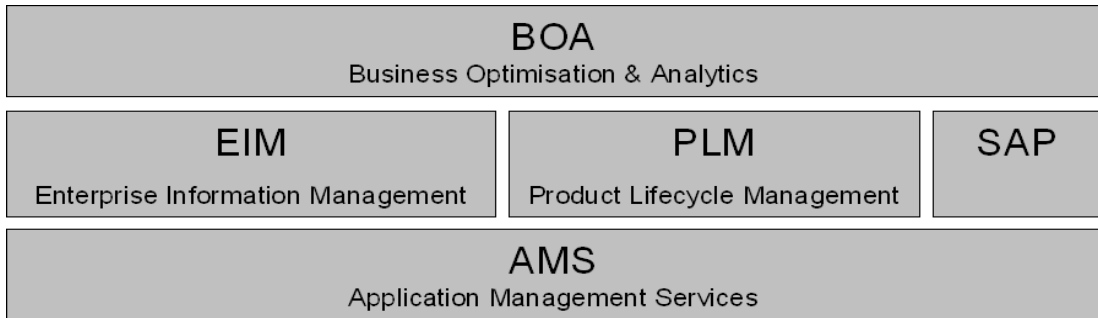
DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
Bewertungsmodell.....	11
Fazit	12

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

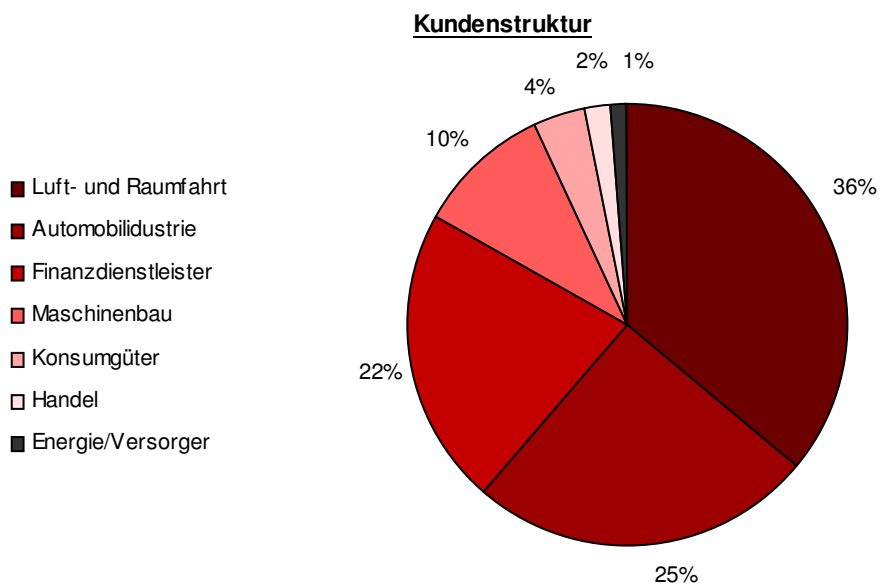
Unternehmen

Geschäftssegmente



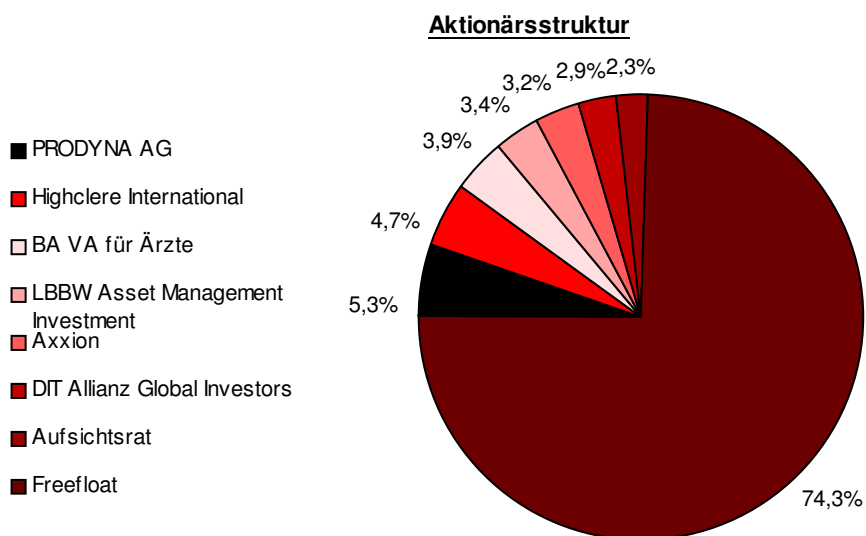
Quelle: CENIT, GBC

Kundenstruktur



Quelle: CENIT, GBC

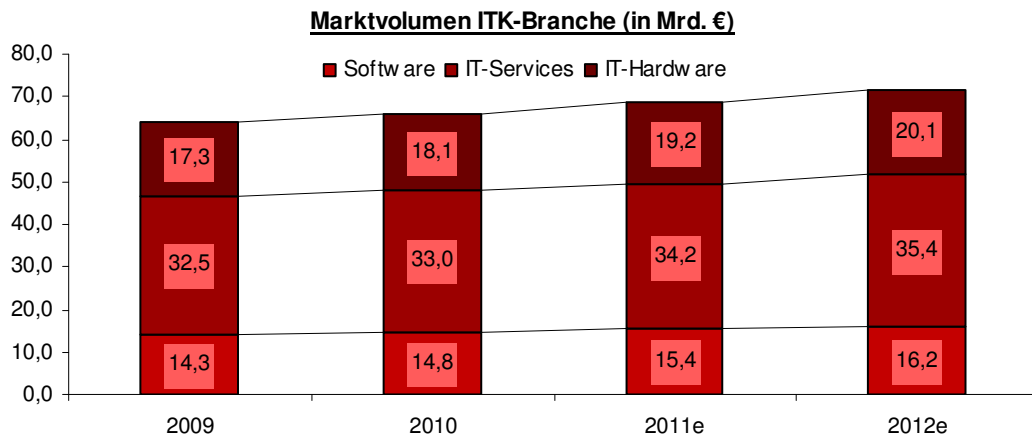
Aktionärsstruktur



Quelle: CENIT, GBC

Markt und Marktumfeld

IT-Markt weiter im Wachstumsmodus - Zuwachs um +4,3 % in 2011 erwartet

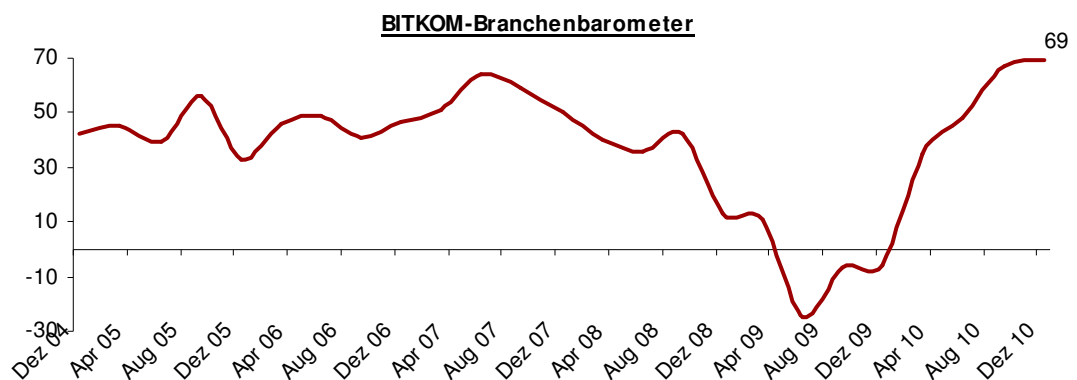


Quelle: BITKOM, EITO

Der deutsche ITK-Markt konnte im Jahr 2010 eine kräftige Steigerung des Marktvolumens um 3,0 % auf 65,9 Mio. € aufweisen. Noch im Vorjahr war der Markt auf Grund der internationalen Konjunkturkrise um 6,6 % rückläufig gewesen. Damit wird auch deutlich, dass das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht werden konnte. Zu der aufwärtsgerichteten Bewegung der Branche haben alle drei Bereiche (IT-Hardware, Software, IT-Services) beigetragen, wobei der Hardware-Bereich mit einem Wachstum um 5,1 % am deutlichsten zulegen konnte. Die beiden für die CENIT AG wichtigen Bereiche IT-Services und Software legten im Jahr 2010 um 1,7 %, respektive 3,5 % zu.

Für das laufende und kommende Geschäftsjahr geht der Branchenverband BITKOM davon aus, dass sich die Wachstumsdynamik nochmals erhöht. So wird für das Jahr 2011 ein Wachstum um 4,3 % erwartet, für 2012 sogar von dann 4,4 %. Erneut sollen zu dieser Entwicklung alle drei Bereiche beitragen, jedoch wird auch davon ausgegangen, dass sich die Wachstumsdynamik im Bereich Hardware in 2012 leicht abschwächt. Demgegenüber werden die Steigerungsraten bei Software und IT-Services gemäß den Schätzungen in 2011 und 2012 jeweils nochmals zulegen.

Der positive Ausblick auf das laufende und kommende Geschäftsjahr wird auch durch den BITKOM-Branchenindex bestätigt. Dieser indizierte, dass die Stimmung in der ITK-Branche zuletzt auf dem höchsten Niveau vor Einführung des Index im Jahr 2001 lag. Dies signalisiert, dass die Unternehmen der Branche zuversichtlich auf das kommende Jahr schauen. Insbesondere optimistisch sind dabei IT-Dienstleister in Bezug auf das laufende Jahr. Rund 90 % erwarten in 2011 steigende Umsatzerlöse. Eine wesentliche Problematik, die sich weiterhin ergibt, sind die fehlenden Fachkräfte im IT-Bereich. Derzeit gibt es fast 30.000 offene Stellen für IT-Experten in Deutschland. Dies kann perspektivisch zu einem entscheidenden Wachstumshemmnis führen, sollte diese Situation nicht drehen.



Quelle: BITKOM

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011e	in %	GJ 2012e	in %
Umsatzerlöse	86,488	100,0%	93,174	100,0%	99,000	100,0%	103,950	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,600	-0,7%	-0,015	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Gesamtleistung	85,888	99,3%	93,159	100,0%	99,000	100,0%	103,950	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	1,005	1,2%	0,683	0,7%	0,538	0,5%	0,500	0,5%
Materialaufwand	-27,492	-31,8%	-32,690	-35,1%	-35,045	-35,4%	-36,542	-35,2%
Personalaufwand	-40,634	-47,0%	-40,742	-43,7%	-42,500	-42,9%	-44,000	-42,3%
Abschreibungen	-1,407	-1,6%	-1,776	-1,9%	-2,000	-2,0%	-2,000	-1,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,472	-15,6%	-14,669	-15,7%	-15,593	-15,8%	-16,632	-16,0%
Zinsergebnis	0,197	0,2%	0,162	0,2%	0,200	0,2%	0,200	0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,085	4,7%	4,127	4,4%	4,600	4,7%	5,476	5,3%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1,357	-1,6%	-1,118	-1,2%	-1,426	-1,4%	-1,698	-1,6%
Jahresüberschuss	2,728	3,2%	3,009	3,2%	3,174	3,2%	3,778	3,6%
EBITDA	5,295		5,741		6,400		7,276	
In %	6,1 %		6,2 %		6,5 %		7,0 %	
EBIT	3,888		3,965		4,400		5,276	
in %	4,5 %		4,3 %		4,4 %		5,1 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,33		0,36		0,38		0,45	
Dividende je Aktie in €	0,30		0,15		0,20		0,25	

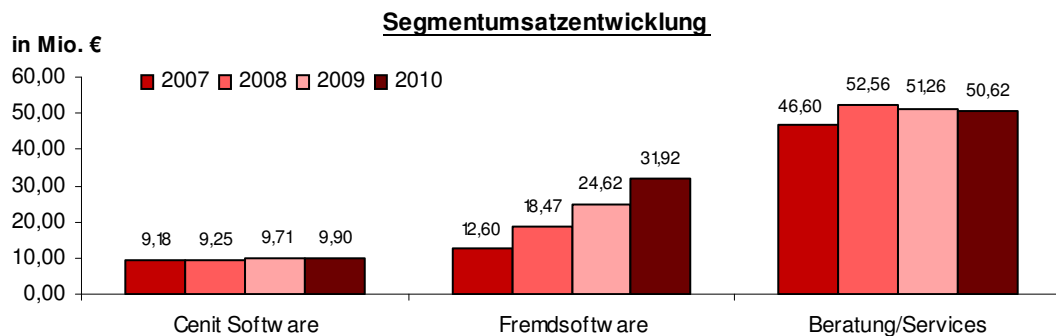
Geschäftsentwicklung 2010 - Umsatz steigt kräftig - Ergebnis leicht über Erwartungen

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse (netto)	86,49	+7,7 %	93,17
EBITDA (Marge)	5,30 (6,1 %)	+8,4 % (+0,1 Pp.)	5,74 (6,2 %)
EBIT (Marge)	3,89 (4,5 %)	+2,0 % (-0,2 Pp.)	3,97 (4,3 %)
Jahresüberschuss	2,73	+10,3 %	3,01
EPS in €	0,33	-	0,36

Quelle: CENIT, GBC

Umsatzentwicklung - Wachstum über Markt - Fremdsoftwareumsatz steigt kräftig

Die Umsatzentwicklung der CENIT AG fiel im GJ 2010 deutlich dynamischer aus als im Vorjahr. Mit einem Umsatzwachstum um 7,7 % auf 93,17 Mio. € konnte CENIT stärker als der deutsche IT-Markt zulegen. Auch bereinigt um den Beitrag der übernommenen conunit GmbH, die seit der Konsolidierung 1,5 Mio. € Umsatzerlöse beisteuerte, betrug das Wachstum 6,0 % und lag oberhalb des Marktwachstums.

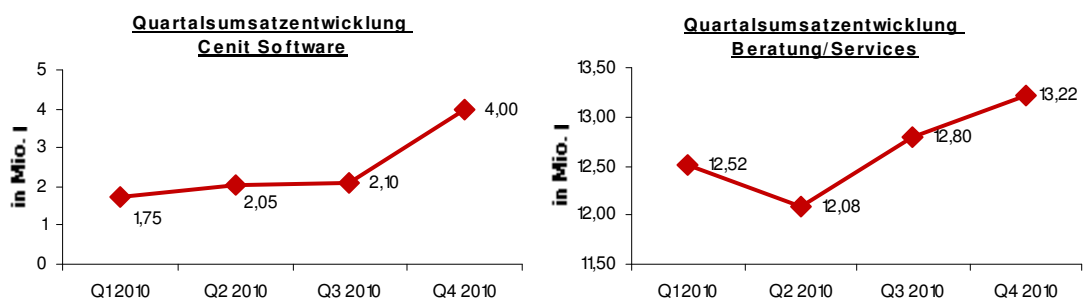


Quelle: CENIT, GBC

Getragen wurde der Anstieg der Umsatzerlöse insbesondere durch den Bereich Fremdsoftware. Im Rahmen der Value Added Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes werden hier die Standardsoftwareprodukte des Kooperationspartners vertrieben. Im Zuge der konjunkturellen Belebung konnte hier ein entsprechender Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 29,7 % auf 31,92 Mio. € festgestellt werden.

Die beiden Bereiche Eigensoftware und Beratung/Services beliefen sich hingegen auf den jeweiligen Vorjahresniveaus, wobei sich insbesondere noch im 1. HJ 2010 die Investitionszurückhaltung der Kunden bemerkbar gemacht hat. Diese löste sich jedoch im Jahresverlauf zunehmend auf und schlug sich in steigenden Umsatzerlösen in beiden Segmenten zum Jahresende hin nieder (siehe Grafiken unten).

Die Umsatzanteile entwickelten sich im Zuge des überproportionalen Wachstums des Bereichs Fremdsoftware zu dessen Gunsten. Inzwischen werden 34,3 % des Umsatzes von diesem Segment beigesteuert. Hingegen verringerte sich der Umsatzanteil des margenstarken Eigensoftwaresegments leicht um 0,6 Prozentpunkte auf 10,6 %. Der Bereich Beratung/Services lag bei einem Umsatzanteil in Höhe von 54,3 %, 4,9 Prozentpunkte unter dem Vorjahresniveau.



Quelle: CENIT, GBC

Ergebnisentwicklung - Prognosen leicht übertroffen - operativer Cashflow positiv

in Mio. €	Prognose GBC 2010	2010 tatsächlich
EBITDA (Marge)	5,60	5,74
EBIT (Marge)	3,95	3,97
Jahresüberschuss	2,75	3,01

Quelle: CENIT, GBC

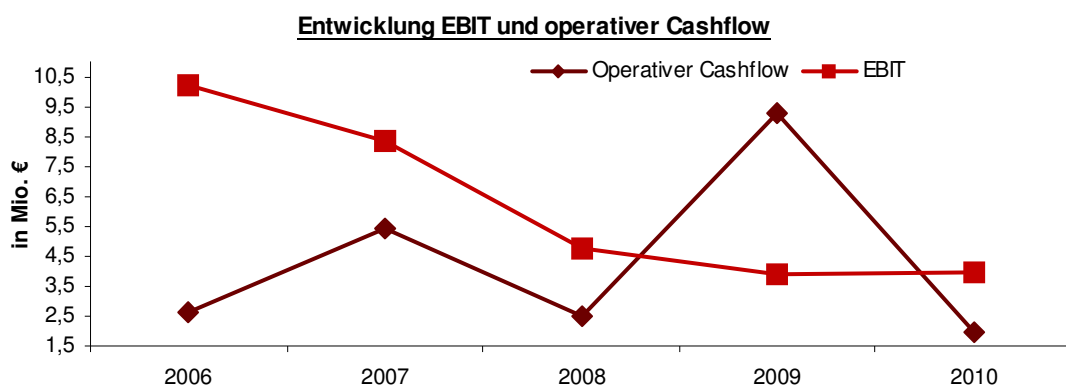
Auf Grund des erhöhten Umsatzanteils mit Fremdsoftwareprodukten, im Zuge der Value Added Reseller-Kooperation, ist die Rohertragsmarge im GJ 2010 rückläufig gewesen, da Fremdsoftwareprodukte einen deutlich niedrigeren Margenbeitrag leisten, als etwa die eigenen Softwareprodukte. Zudem war die Auslastung im Bereich Beratung/Services im 1. HJ 2010 noch gering, was ebenfalls ein Effekt der gesunkenen Rohmarge war. So lag die Rohertragsmarge bei 65,6 %, nach 68,7 % im Vorjahr.

Bei den Personalkosten konnten hingegen deutliche Verbesserungen im Verhältnis zum Umsatz erzielt werden. Während die Personalkostenquote im Vorjahr bei 47,0 % lag, wurde in 2010 eine deutliche Senkung auf 43,7 % erzielt. Hintergrund dieser günstigen Entwicklung sind nahezu konstante Personalkosten, in absoluten Zahlen ausgedrückt. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verhielt sich die Kostenquote mit 15,7 % zum Umsatz gegenüber dem VJ stabil (2009: 15,6 %). Die Erhöhung der absoluten Zahl resultiert neben der Ausweitung der Umsatzerlöse auch aus erhöhten Rechts- und Beratungskosten, die im Zusammenhang mit der Übernahme der conunit GmbH zu sehen sind. Gegenüber 2009 sind hier 0,45 Mio. € erhöhte Kosten festzustellen gewesen, die aber im laufenden Jahr nicht erneut anfallen sollten und als einmalig anzusehen sind.

Insgesamt konnte CENIT damit ein EBITDA in Höhe von 5,74 Mio. € erreichen, was einer Marge von 6,2 % entspricht. Durch die stabilen Fixkostenpositionen konnte hierbei sogar eine leichte Steigerung der EBITDA-Marge um 0,1 Prozentpunkte realisiert werden, trotz der niedrigeren Rohertragsmarge. Im gleichen Zuge hat CENIT damit nicht nur unsere Prognosen erreicht, sondern sogar leicht übertroffen. Wir waren von einem EBITDA in Höhe von 5,60 Mio. € ausgegangen.

Durch die Übernahme der conunit GmbH und der überwiegenden Zuordnung der Vermögensgegenstände zum immateriellen Vermögen, fielen die Abschreibungen nun auf Grund der PPA-Abschreibungen erhöht aus. Dies hatte den Effekt, dass das EBIT unterproportional zum EBITDA stieg. Dennoch wurde ein leichtes Plus von 2,0 % auf 3,97 Mio. € verbucht.

Parallel zur Ergebnissteigerung konnte CENIT auch im GJ 2010 einen positiven operativen Cashflow ausweisen. Dieser lag zwar mit 1,97 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus, was jedoch auch auf die Stichtagsbetrachtung zum 31.12.2010 zurückzuführen ist. Zum Jahresende wurde ein deutlich erhöhter Forderungsbestand ausgewiesen, was den Cashflow entsprechend senkte. Die Forderungen sind dem Unternehmen jedoch laut Aussage des Vorstands im Laufe des Q1 2011 zugeflossen. Insgesamt ist damit auch im GJ 2010 eine anhaltend hohe Ergebnisqualität festzustellen, gemessen ab Verhältnis des operativen Cashflows zum erzielten EBIT.



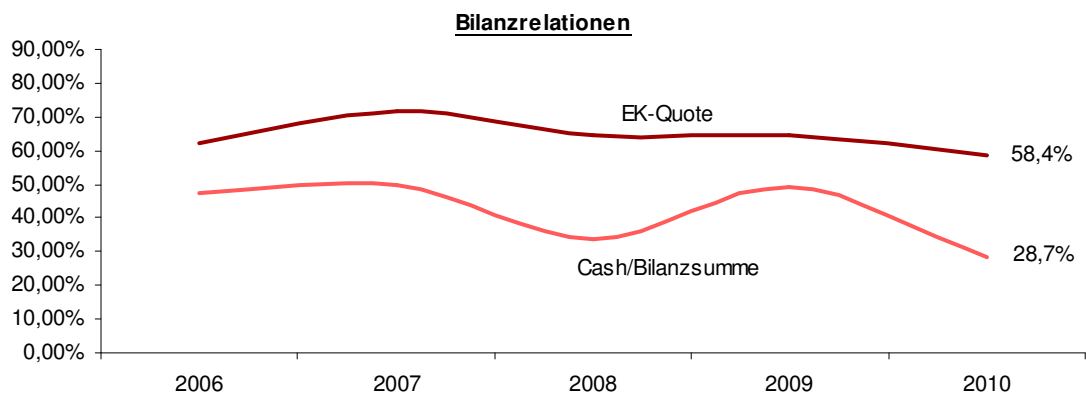
Quelle: CENIT, GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation - risikoarme Bilanz und hohe finanzielle Mittel

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	25,36	28,08	29,04
EK-Quote	64,4 %	64,4 %	58,4 %
Bankverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Operatives Anlagevermögen	3,95	3,51	6,3
Working Capital	8,13	3,01	5,42
Liquide Mittel	13,28	21,56	17,35

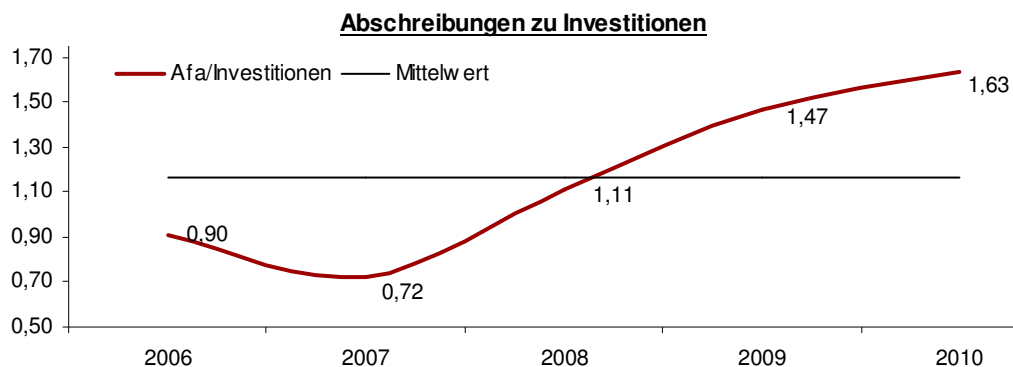
Quelle: Berechnungen GBC

Das bilanzielle Bild der CENIT ist seit vielen Jahren sehr solide. An dieser Situation hat sich auch im GJ 2010 keine Änderung ergeben. So lag die Eigenkapitalquote mit 58,4 % weiterhin nahe den historischen Werten von um die 60 %. Gleichzeitig verfügt das Unternehmen über keinerlei Bankverbindlichkeiten und finanziert sich ausschließlich aus eigenen Mitteln. Dementsprechend hoch ist auch der Bestand an liquiden Mitteln, der sich zum Ende des Jahres 2010 auf 17,35 Mio. € belief. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr ist im Wesentlichen auf die Übernahme der conunit GmbH, welche zu einer Auszahlung von 2,68 Mio. € führte, sowie der Dividendenauszahlung für das Jahr 2009 in Höhe von 2,51 Mio. € zurückzuführen. Nichtsdestotrotz ist der Anteil der liquiden Mittel mit 28,7 % von der Bilanzsumme weiterhin sehr hoch.



Quelle: Berechnungen GBC

Die Übernahme der conunit GmbH erhöhte insbesondere das immaterielle Anlagevermögen (kein Goodwill), dem der Kaufpreis im Rahmen der Purchase Price Allocation zugeordnet wurde. Dies führte im 2. HJ 2010 bereits zu erhöhten regelmäßigen Abschreibungen. Demgegenüber sind die Investitionen in Anlagevermögen in der Regel sehr überschaubar und betragen in den vergangenen 5 Jahren durchschnittlich 1,2 Mio. € pro Jahr (ohne Übernahmen). Aus diesem Grund übersteigen die Abschreibungen seit drei Jahren regelmäßig die Investitionen, mit steigender Tendenz. Diese Innenfinanzierungskraft spiegelt sich voraussichtlich in zukünftig gesteigerten Free-Cashflows und Kapitalrenditen wieder, was wiederum eine gesteigerte Wertschöpfung für die Anteilseigner bedeutet.



Quelle: Berechnungen GBC

SWOT - ANALYSE CENIT AG

Stärken

- Hohe Eigenkapitalquote und liquide Mittel in Höhe von 17,35 Mio. € zum 31.12.2010
- Starke Expertise in den Bereichen Automotive, Luftfahrt und Finanzdienstleistungen
- Hohe Innovationskraft im Bereich der Eigensoftware
- Übernahme der conunit GmbH schafft den Einstieg in das margenstarke BOA-Geschäft
- Sehr risikoarme Bilanz durch konservative Bilanzierung

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
- Weitere Übernahmen könnten das Wachstumstempo beschleunigen
- Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunden
- Die verstärkte Konzentration auf den Bereich BOA könnte zu einer Stärkung der Margensituation führen

Risiken

- Der Investitionsstau in den Kundenbranchen, wie der Automobilindustrie, könnte sich auf Grund von erneuten konjunkturellen Rückschlägen wieder verschärfen
- Der Wegfall eines Großkunden könnte starke Umsatzauswirkungen haben
- Entwicklungen im Bereich der Eigensoftware könnten vom Markt nicht angenommen werden, was zu Sunk Costs im Entwicklungsbereich führen würde

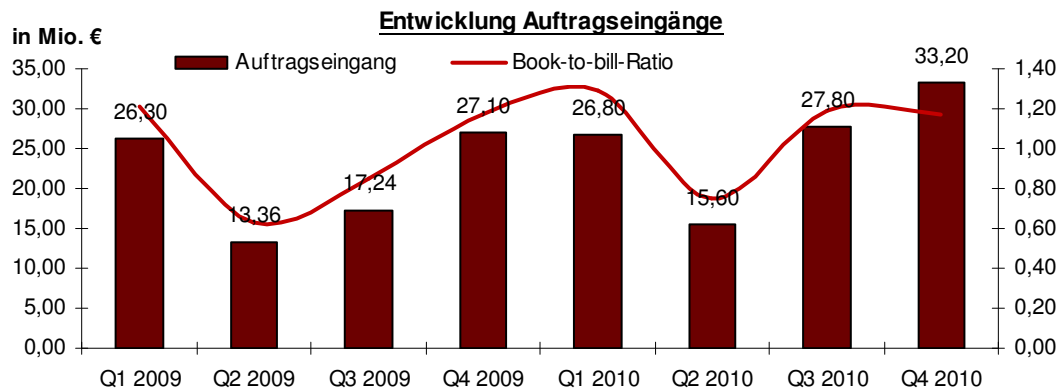
Prognose und Modellannahmen - Weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen in 2011

in Mio. €	GJ 2010a	GJ 2011e alt	GJ 2011e neu	GJ 2012e
Umsatzerlöse	93,17	91,35	99,00	103,95
EBITDA (Marge)	5,74 (6,2 %)	6,39 (7,0 %)	6,40 (6,5 %)	7,28 (7,0 %)
EBIT (Marge)	3,97 (4,3 %)	4,49 (4,9 %)	4,40 (4,4 %)	5,28 (5,1 %)
Jahresüberschuss	3,01	3,14	3,17	3,78
EPS	0,36	0,38	0,38	0,45

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen - Hoher Auftragsbestand - Weitere Steigerungen in 2011 / 2012

Eine Betrachtung der Auftragseingänge über das GJ 2010 hinweg macht deutlich, dass eine Belebung der Geschäftstätigkeit spürbar war und der Investitionsstau sich sukzessive auflöste. So lagen die Auftragseingänge im Jahr 2010 in jedem Quartal über den Vorjahreswerten. Im Q4 2010 konnte mit 33,2 Mio. € sogar der höchste Wert der letzten zwei Jahre erreicht werden. Das Book-to-Bill-Ratio von 1,11 zum Ende des Jahres macht zudem deutlich, dass auch bereits für 2011 eine anhaltende Umsatzdynamik zu erwarten ist. Unterstrichen wird diese Erwartungshaltung durch einen Auftragsbestand zum 31.12.2010 in Höhe von 38,3 Mio. €, 38,3 % über dem Vorjahresniveau.



Quelle: Berechnungen GBC

Dementsprechend gehen wir von einer anhaltend starken Umsatzdynamik aus und rechnen mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 6,3 % auf dann 99,0 Mio. €. Dabei erwarten wir, dass der Bereich Fremdsoftware in 2011 noch einmal einen leicht erhöhten Umsatzbeitrag von dann 34,5 % beisteuern (2010: 34,3 %) und einen Zuwachs gegenüber 2010 in Höhe von 7,0 % verzeichnen wird. Hingegen erwarten wir für den Bereich Eigensoftware eine unveränderte Entwicklung, mit Umsatzerlösen von rund 9,9 Mio. € auf Vorjahresniveau. Der Umsatzanteil sollte entsprechend leicht auf 10,0 % rückläufig sein. Der Bereich Beratung/Services wird gemäß unseren Erwartungen bereits einen Umsatzsprung im Zuge der Akquisition der conunit GmbH erfahren, welche 2011 erstmalig im gesamten Jahresverlauf konsolidiert sein wird. Im Jahr 2010 erwirtschaftete das Unternehmen Umsatzerlöse in Höhe von 4 Mio. €, davon entfielen jedoch nur 1,5 Mio. € auf den Konsolidierungszeitraum seit dem 01.07.2010. Entsprechend ist hieraus ein Basiseffekt zu erwarten, der den Umsatzanteil in diesem Bereich auf erwartungsgemäß 55,0 % erhöhen wird (2010: 54,3 %).

In den kommenden Jahren ist es eines der priorisierten Ziele der CENIT den Anteil an Eigensoftware am Gesamtumsatz deutlich zu steigern. Auf Grund der nachziehenden Entwicklung der Kundeninvestitionen zur Konjunkturerholung, ist dies bislang noch nicht im erwünschten Maße gelungen. Wir rechnen mit merklichen Steigerungen am Gesamtumsatz jedoch im Jahr 2012.

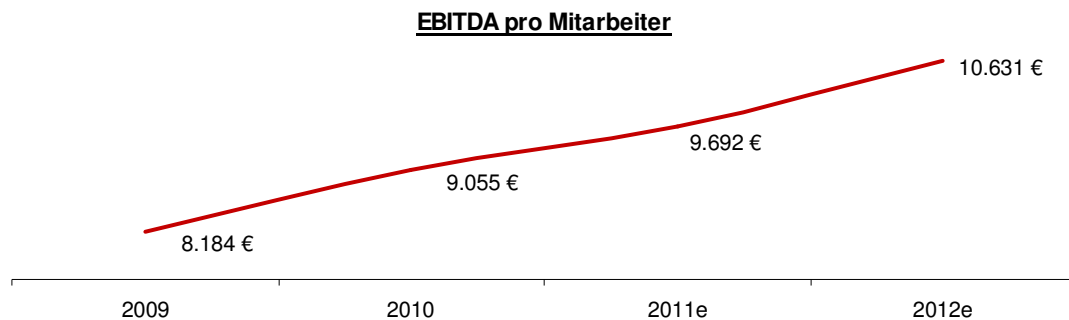
Zudem ist davon auszugehen, dass die gesteigerten Fremdsoftwareerlöse in den kommenden Jahren zu steigenden Umsatzerlösen im Bereich Beratung/Services führen werden, was sich wiederum positiv auf die Umsatzsituation in diesem Bereich auswirken sollte. Insgesamt gehen wir für das Jahr 2012 von weiteren Umsatzzuwächsen um 5 % aus.

Ergebnisprognosen - Zukünftig höhere Margen - 11 % EBIT-Wachstum in 2011

Angesichts der Erwartung, dass der Bereich Fremdsoftware nochmals leicht im Umsatzanteil steigen wird, erwarten wir, dass die Rohertragsmarge im GJ 2011 erneut einen Rückschlag erfahren wird, jedoch in deutlich abgeschwächter Form als dies in 2010 der Fall war. Darüber hinaus gehen wir aber auch davon aus, dass sich die Rohertragsmarge in den Folgejahren ab 2012 zunehmend stabilisiert. Hintergrund dieser Erwartung ist ein steigender Anteil der Prozessberatung, wobei hier der Einstieg über die Akquisition der conunit GmbH bereits erfolgt ist. Auch in den kommenden Jahren soll dieser Bereich auf Grund der höheren erzielbaren Tagessätze und damit Margenbeiträge weiter ausgebaut werden.

Des Weiteren werden auch die Bemühungen einer Stärkung des Eigensoftwarebereichs zu einer Stabilisierung der Rohertragsmarge führen. Wir gehen von einem entsprechenden Effekt ab dem Jahr 2012 aus. Nicht zuletzt sollten im Nachgang der Fremdsoftwareabsätze, die zuletzt deutlich zulegte, Wartungserlöse erzielt werden können, welche ebenfalls einen erhöhten Margenbeitrag leisten.

Insgesamt gehen wir auf Grund der erwarteten steigenden Umsatzerlöse und einer weitestgehend unterproportional zunehmenden Kostenbelastung davon aus, dass bereits im GJ 2011 eine weitere Ergebnis- und Margensteigerung möglich sein wird. So erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 6,40 Mio. €, was einer Margenerwartung von 6,5 % entspricht. Die nachfolgende Grafik verdeutlicht, dass wir eine steigende Wertschöpfung erwarten, ausgedrückt in erzieltm EBITDA pro Mitarbeiter. Unsere bisherige EBITDA-Erwartung haben wir damit unverändert belassen. Die Margen-Erwartung hat sich jedoch auf Grund des höheren Umsatzniveaus leicht gesenkt.



Quelle: Berechnungen GBC

Die Abschreibungen werden voraussichtlich in den kommenden Jahren auf einem erhöhten Niveau liegen, was auf die PPA-Abschreibungen im Zuge der conunit-Übernahmen zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass die Abschreibungen in 2011 und 2012 jeweils bei ca. 2,00 Mio. € liegen werden (2009: 1,78 Mio. €).

Beim EBIT gehen wir in der Folge für 2011 von einem leicht unterproportionalen Zuwachs um 11,0 % auf 4,40 Mio. € aus. Damit liegt unsere Prognose etwas über der vom Vorstand ausgegebenen Guidance von einem Anstieg des EBIT um 10 %. Gegenüber unserer bisherigen Prognose haben wir die EBIT-Erwartung leicht gesenkt, was auf die erwarteten erhöhten Abschreibungen zurückzuführen ist. Die erwartete EBIT-Marge liegt entsprechend der EBITDA-Marge etwas niedriger als zuvor.

Insgesamt erachten wir die Ergebnisprognose indes als konservativ und gehen davon aus, dass bei einer entsprechend stabilen Marktentwicklung auch höhere Ergebnisse erzielbar sind.

Die oben beschriebenen Effekte sollten dann im GJ 2012 bereits Wirkung entfalten und auf Grund der weiteren Fixkostendegression im Zuge einer nochmals verbesserten Auslastung sowie den höheren Ergebnisbeiträgen aus der Prozessberatung, der Eigensoftware sowie dem Bereich Beratung/Services dann eine dynamischere Ergebnisentwicklung entfalten. Der von uns erwartete EBIT-Anstieg beträgt für 2012 rund 20 % auf dann 5,28 Mio. €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2013 bis 2018 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 7,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,0 % 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 2,0 %.

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 3,25 % (bisher: 2,50 %).

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 unverändert ein Beta von 1,4571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,26 % (bisher: 10,51 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Erhöhung ist dabei auf den angestiegenen risikolosen Zinssatz zurückzuführen. Die weiteren Faktoren haben wir unverändert belassen. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen (zuvor: 100 %), ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,26 % (bisher: 10,51 %).

Bewertungsergebnis

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 2011 entspricht als **Kursziel 7,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,63 € leicht um ca. +5 % nach oben hin angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei insbesondere den guten Aussichten auf die Geschäftsjahre 2011 und 2012 Rechnung.

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	6,9%	ewige EBITA - Marge	5,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	34,6%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	5,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	99,00	103,95	107,07	110,28	113,59	117,00	120,51	124,12	
US Veränderung	6,3%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	17,37	18,90	18,62	18,62	18,62	18,62	18,62	18,62	
EBITDA	6,40	7,28	7,43	7,65	7,88	8,12	8,36	8,61	
EBITDA-Marge	6,5%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	
EBITA	4,40	5,28	5,53	5,67	5,84	6,01	6,19	6,38	
EBITA-Marge	4,4%	5,1%	5,2%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Steuern auf EBITA	-1,36	-1,64	-1,71	-1,76	-1,81	-1,86	-1,92	-1,98	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	3,04	3,64	3,82	3,91	4,03	4,15	4,27	4,40	
Kapitalrendite	26,0%	32,9%	34,0%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%	33,6%	33,3%
Working Capital (WC)	5,37	5,72	5,89	6,07	6,25	6,43	6,63	6,83	
WC zu Umsatz	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC	0,05	-0,35	-0,17	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,70	5,50	5,75	5,92	6,10	6,28	6,47	6,67	
AFA auf OAV	-2,00	-2,00	-1,90	-1,99	-2,05	-2,11	-2,17	-2,24	
AFA zu OAV	35,1%	36,4%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	
Investitionen in OAV	-1,43	-1,80	-2,15	-2,16	-2,22	-2,29	-2,36	-2,43	
Investiertes Kapital	11,07	11,22	11,64	11,99	12,35	12,72	13,10	13,49	
EBITDA	6,40	7,28	7,43	7,65	7,88	8,12	8,36	8,61	
Steuern auf EBITA	-1,36	-1,64	-1,71	-1,76	-1,81	-1,86	-1,92	-1,98	
Investitionen gesamt	-1,38	-2,15	-2,32	-2,34	-2,41	-2,48	-2,55	-2,63	
Investitionen in OAV	-1,43	-1,80	-2,15	-2,16	-2,22	-2,29	-2,36	-2,43	
Investitionen in WC	0,05	-0,35	-0,17	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,66	3,49	3,39	3,56	3,67	3,78	3,89	4,01	45,55

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	38,61	39,46
Barwert expliziter FCFs	17,03	15,45
Barwert des Continuing Value	21,58	24,01
Nettoschulden (Net debt)	-19,95	-21,97
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	58,55	61,43
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	58,55	61,43
Ausstehende Aktien in Tsd.	8,368	8,368
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,00	7,34

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
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%
29,3%	7,10	6,87	6,67	6,49	6,32
31,3%	7,30	7,05	6,83	6,64	6,46
33,3%	7,50	7,23	7,00	6,79	6,60
35,3%	7,69	7,41	7,16	6,94	6,74
37,3%	7,89	7,59	7,33	7,09	6,88

Fazit

Weiteres Wachstum in 2011 und 2012 erwartet - Margensteigerungen in Sicht - Kursziel auf 7,00 € erhöht - Rating KAUFEN bestätigt

Das GJ 2010 war für die CENIT AG geprägt von steigenden Umsatzerlösen. Auch wenn sich der Investitionsstau bei den wichtigen Kundengruppen Automobil und Finanzdienstleistungen erst nach und nach im Laufe des Jahres auflöste, konnte das Unternehmen eine Umsatzsteigerung um 7,7 % auf 93,17 Mio. € verbuchen.

Maßgeblicher Wachstumstreiber war dabei der Bereich Fremdsoftware, in welchem im Zuge der Value Added Reseller Kooperation mit Dassault Systèmes, ein Umsatzzuwachs um 27,9 % verzeichnet werden konnte. Nahezu unverändert blieben hingegen die beiden weiteren Bereiche Eigensoftware sowie Beratung/Services. Der Umsatzanteil des Bereichs Fremdsoftware kletterte in diesem Zusammenhang auf 34,3 %.

Durch den geringeren Margenbeitrag des Bereichs Fremdsoftware wies CENIT im GJ 2010 dabei eine rückläufige Rohertragsmarge aus. Auch auf den weiteren Ergebnisstufen waren zwar die Margenniveaus leicht rückläufig, jedoch konnten absolut gesehen Verbesserungen gegenüber 2009 erzielt werden. So verbesserte sich das EBITDA um 8,4 % auf nunmehr 5,74 Mio. €.

Für das laufende GJ 2011 ist indes von weiter steigenden Umsatzerlösen auszugehen. Wir gehen davon aus, dass im Zuge des guten konjunkturellen Umfeldes, insbesondere für den Bereich IT, eine weitere Steigerung um 6,3 % möglich ist. Diese Tendenz indiziert auch der hohe Auftragsbestand von 38,3 Mio. € zum Ende des Jahres 2011. Auch für 2012 erwarten wir einen anhaltend positiven Trend, mit Zuwächsen um dann 5,0 % auf mehr als 100 Mio. € Umsatzerlöse.

In den kommenden Jahren werden gemäß unseren Erwartungen die margenstarken Bereiche Eigensoftware und Beratung/Services wieder einen steigenden Umsatzbeitrag leisten. Mit der Akquisition der conunit GmbH Mitte vergangenen Jahres hat CENIT den Einstieg in die Prozessberatung getätigt. Zudem soll der Vertrieb der eigenen Softwareprodukte zukünftig noch stärker forciert werden. Dies sollte dazu beitragen, dass sich die Margenniveaus zunehmend stabilisieren. Nachdem wir bereits für 2011 eine leichte Steigerung der EBIT-Marge auf 4,4 % antizipieren, sollte diese in 2012 dann sogar bereits auf 5,1 % klettern.

Erwähnenswert ist indes auch die gute bilanzielle Situation des Unternehmens. Während die Eigenkapitalquote seit mehreren Perioden eine stabile Größenordnung von rund 60 % hält, verfügt das Unternehmen gleichzeitig über keinerlei Bankverschuldung. Vielmehr verfügt CENIT über liquide Mittel in Höhe von 17,35 Mio. €, was 28,7 % der Bilanzsumme ausmacht.

Auf Basis unserer Schätzungen ist die CENIT AG moderat bewertet. Dies indiziert das KGV auf Basis 2012 in Höhe von 11,4. Auch die Kennzahl EV/EBITDA mit einem Wert von 4,0 verdeutlicht die günstige Bewertung der Aktie. Zudem erwirtschaftet die CENIT AG sehr stabile Kapitalrenditen. So wird die Eigenkapitalrendite voraussichtlich auch im GJ 2011 bei rund 10 % liegen, nach ebenfalls ca. 10 % in 2010. Nicht zuletzt schüttet CENIT für das GJ 2010 eine Dividende in Höhe von 0,15 € aus, was einer Dividendenrendite von knapp 3 % entspricht. Gemäß unserer DCF-Bewertung haben wir einen fairen Wert pro Aktie von 7,00 € bestimmt. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,63 € leicht nach oben adjustiert. Das Potenzial für die Aktie entspricht mehr als 35 %. Dementsprechend bestätigen wir unser Rating KAUFEN.

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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 Interessenskonflikten 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), Stellv. Chefanalyst

Christoph Schnabel, 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