



**Researchstudie (Anno)**

**Cenit AG**

**cenit**

**Eigensoftwaregeschäft stärkt Wachstum und Margen**

-

**Mittelfristige Margenerwartungen nach oben gesetzt**

**Kursziel: 14,00 € (bislang: 12,00 €)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 15**

## Cenit AG\*5

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 14,00**

Aktueller Kurs: 11,75  
11.4.2014 / ETR  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005407100  
WKN: 540710  
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl<sup>2</sup>: 8,368  
Marketcap<sup>3</sup>: 98,32  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 69,55<sup>3</sup>  
in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 75,05 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Designated Sponsor:  
EQUINET AG

### Analysten:

Felix Gode  
gode@gbc-ag.de

Christoph Schnabel  
schnabel@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 16

### Unternehmensprofil

Branche: Software

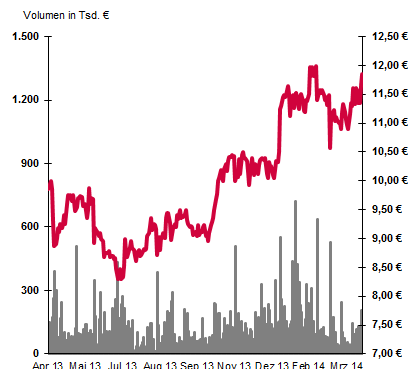
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 671

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt



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. Neben den klassischen Lösungen zu Archivierung, Dokumentenmanagement und Collaboration umfasst das Portfolio im Bereich EIM auch Business-Intelligence-Lösungen. In beiden Bereichen bietet CENIT zudem über 20 eigene Softwarelösungen an. Der Bereich AMS rundet das Leistungsangebot ab.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	118,85	118,92	125,00	131,25
EBITDA	11,04	10,63	11,10	11,70
EBIT	8,02	8,33	8,85	9,50
Jahresüberschuss	5,42	5,88	5,96	6,40

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,65	0,70	0,71	0,77
Dividende je Aktie	0,55	0,35	0,35	0,40

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,61	0,58	0,56	0,53
EV/EBITDA	6,56	6,54	6,27	5,94
EV/EBIT	9,04	8,35	7,86	7,32
KGV	18,14	16,72	16,49	15,36
KBV		2,74		

### Finanztermine

13.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht
16.05.2014: Hauptversammlung
12.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
10.09.2014: 4. Zürcher Kapitalmarkt Konferenz
24.-26.11.2014: Deutsches Eigenkapitalforum
11.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.11.2013: RS / 12,00 / KAUFEN
16.08.2013: RS / 12,00 / KAUFEN
17.07.2013: RG / 12,00 / KAUFEN
17.05.2013: RS / 12,00 / KAUFEN
24.04.2013: RS / 12,00 / KAUFEN
12.11.2013: RS / 12,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die CENIT AG konnte im GJ 2013 ihre eigenen Ziele, als auch unsere Erwartungen, weitgehend erfüllen. Während die Umsatzentwicklung leicht unter den Erwartungen lag, fielen jedoch die Ergebnisse besser aus als prognostiziert.
- Der Umsatzanstieg um lediglich 0,1 % resultierte insbesondere aus einer Restrukturierung im EIM-Segment, wodurch vorübergehend Wachstumspotenziale nicht genutzt werden konnten. Der dadurch begründete Umsatzrückgang im 2. HJ 2014 konnte jedoch durch das Segment PLM kompensiert werden. Die Bereiche betreffend, konnte die Eigensoftware mit 3,9 % am deutlichsten gegenüber dem Vorjahr zulegen, was zeigt, dass die CENIT AG mit ihrer Fokussierung auf diesen margenstarken Bereich gut vorankommt.
- Ergebnisseitig führte eine anhaltende Kostendisziplin im Bereich der Fixkosten und entfallende einmalige Wertberichtigungen auf den Kundenstamm aus dem Vorjahr trotz eines gesunkenen Rohertrags zu einem verbesserten EBIT. Dieses lag mit 8,33 Mio. € um 3,9 % über dem Vorjahresniveau und konnte die Erwartungen damit übertreffen. Die EBIT-Marge kletterte auf 7,0 %.
- Bilanziell ist die CENIT AG ebenfalls unverändert gut aufgestellt. Weiterhin nimmt das Unternehmen keinerlei Bankverbindlichkeiten in Anspruch. Zudem verfügt CENIT über finanzielle Mittel in Höhe von 28,63 Mio. €.
- Im GJ 2014 gehen wir davon aus, dass sich die Entwicklungsaufwendungen im Bereich der Eigensoftware bereits umsatz erhöhend bemerkbar machen werden. Die Übernahme der SPI Numérique sollte hingegen zunächst nicht zu einem merklichen anorganischen Zuwachs führen. Insgesamt erwarten wir für das GJ 2014 einen Umsatzzuwachs um 5,1 % auf 125,00 Mio. €.
- Ergebnisseitig sollten dabei leichte Skaleneffekte zum Tragen kommen, die insbesondere auf den erhöhten Anteil der Eigensoftware zurückzuführen sind. Gegenläufig werden sich voraussichtlich nochmals steigende Entwicklungsaufwendungen auswirken. Insofern gehen wir für das GJ 2014 von einem EBIT in Höhe von 8,90 Mio. € aus, was einer EBIT-Marge von 7,1 % entspricht. Für 2015 erwarten wir eine nochmalige Steigerung auf dann 9,50 Mio. € und eine EBIT-Marge von 7,2 %.
- Insgesamt sehen wir gute Anzeichen dafür, dass sich die strategische Fokussierung auf den margenstarken Bereich der Eigensoftware bezahlt macht und es hier zu erhöhten Umsatzanteilen kommt, die sich positiv auf das Wachstum, aber insbesondere die Margensituation, niederschlagen sollten.
- **Vor dem Hintergrund der höheren Margenerwartungen für den mittelfristigen Zeithorizont haben wir unser Kursziel von bislang 12,00 € auf nunmehr 14,00 € angehoben. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau hat die Aktie damit ein zusätzliches Aufwärtspotenzial von rund 20 %. Das Rating KAUFEN behalten wir vor diesem Hintergrund unverändert bei.**
- **Angesichts der hohen Kapitalrenditen und Cashflows sehen wir durch das derzeitige Bewertungsniveau, mit einem KBV von 2,7 und einem 2015er EV/EBITDA für 5,9, noch weiteres Aufwärtspotenzial, dass auch durch die Bewertungskennzahlen gerechtfertigt wird.**

## INHALTSVERZEICHNIS

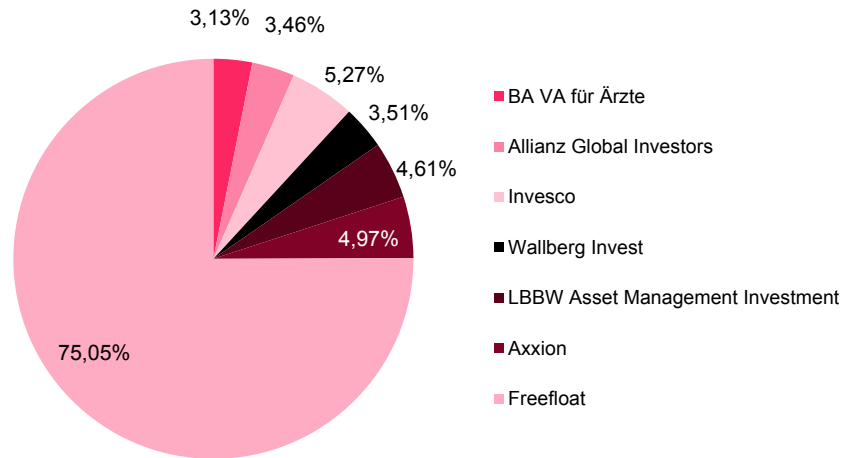
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Kundenstruktur .....	4
Referenzkunden (Auszug) .....	4
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose</b> .....	<b>5</b>
Kennzahlen im Überblick .....	5
Geschäftsentwicklung 2013 .....	6
Abweichungsanalyse .....	6
Umsatzentwicklung .....	6
Ergebnisentwicklung .....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	9
SWOT-Analyse .....	10
Prognose und Modellannahmen .....	11
Umsatzprognosen .....	11
Ergebnisprognosen .....	12
<b>Bewertung</b> .....	<b>13</b>
Modellannahmen .....	13
Bestimmung der Kapitalkosten .....	13
Bewertungsergebnis .....	13
<b>DCF-Modell</b> .....	<b>14</b>
<b>Anhang</b> .....	<b>15</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

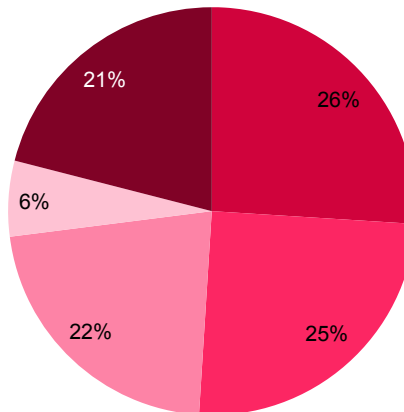
Aktionär	Anteil
BA VA für Ärzte	3,13%
Allianz Global Investors	3,46%
Invesco	5,27%
Wallberg Invest	3,51%
LBBW Asset Mgmt. Investment	4,61%
Axxion	4,97%
Summe	100,00%

Quelle: CENIT, GBC



### Kundenstruktur

- Luft- und Raumfahrt
- Automobilindustrie
- Finanzdienstleister
- Forschung & Entwicklung
- Sonstige



Quelle: CENIT, GBC

### Referenzkunden (Auszug)



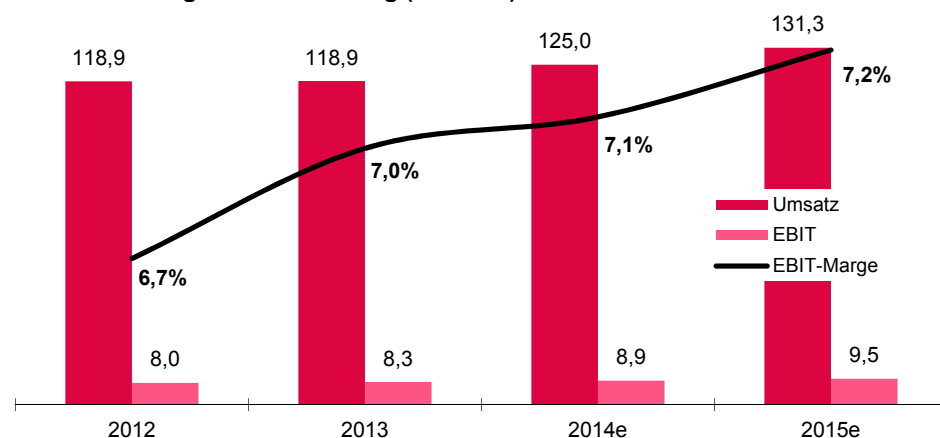
Quelle: CENIT, GBC

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e	
Umsatzerlöse	118,854	100,00%	118,921	100,00%	125,000	100,00%	131,250	100,00%
Bestandsveränderung	-0,004	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>118,850</b>	<b>100,00%</b>	<b>118,921</b>	<b>100,00%</b>	<b>125,000</b>	<b>100,00%</b>	<b>131,250</b>	<b>100,00%</b>
Materialaufwand	0,773	0,65%	1,222	1,03%	-50,625	-40,50%	-54,469	-41,50%
<b>Rohhertrag</b>	<b>-46,044</b>	<b>-38,74%</b>	<b>-46,901</b>	<b>-39,44%</b>	<b>74,375</b>	<b>59,50%</b>	<b>76,781</b>	<b>58,50%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	73,579	61,91%	73,242	61,59%	0,750	0,60%	0,750	0,57%
Personalaufwand	-47,456	-39,93%	-47,728	-40,13%	-48,938	-39,15%	-50,407	-38,41%
Abschreibungen	-3,027	-2,55%	-2,303	-1,94%	-2,250	-1,80%	-2,200	-1,68%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,079	-12,69%	-14,880	-12,51%	-15,087	-12,07%	-15,422	-11,75%
Zinsergebnis	0,094	0,08%	0,049	0,04%	0,050	0,04%	0,050	0,04%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>8,111</b>	<b>6,82%</b>	<b>8,380</b>	<b>7,05%</b>	<b>8,900</b>	<b>7,12%</b>	<b>9,553</b>	<b>7,28%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,692	-2,26%	-2,501	-2,10%	-2,937	-2,35%	-3,152	-2,40%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,419</b>	<b>4,56%</b>	<b>5,879</b>	<b>4,94%</b>	<b>5,963</b>	<b>4,77%</b>	<b>6,400</b>	<b>4,88%</b>
EBITDA	11,04		10,63		11,10		11,70	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	9,3		8,9		8,9		8,9	
EBIT	8,02		8,33		8,85		9,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,8		7,0		7,1		7,2	
Ergebnis je Aktie in €	0,65		0,70		0,71		0,77	
Dividende je Aktie in €	0,55		0,35		0,35		0,40	
Aktienzahl in Mio. Stück	8,368		8,368		8,368		8,368	

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: CENIT, GBC

## Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	GJ 2013e GBC
Umsatzerlöse	118,85	+0,1%	118,92	122,50
EBITDA	11,04	-3,7%	10,63	10,45
EBITDA-Marge	9,3%	-0,4Pp.	8,9%	8,5%
EBIT	8,02	+3,9%	8,33	8,00
EBIT-Marge	6,8%	+0,2Pp.	7,0%	6,5%
Jahresüberschuss	5,42	+8,5%	5,88	5,43
EPS in €	0,65	+8,5%	0,70	0,65

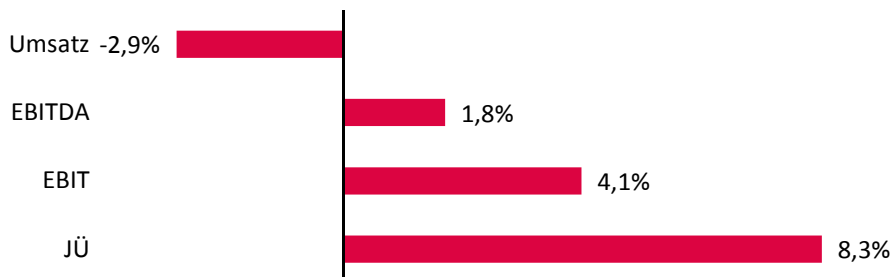
Quelle: CENIT, GBC

### Abweichungsanalyse

Mit den vorgelegten Zahlen für 2013 konnte die CENIT AG ihre gesteckten Ziele für das abgelaufene Geschäftsjahr weitestgehend erfüllen. Zwar lag das Umsatzwachstum mit 0,1 % unter der erwarteten Steigerung um 3,0 %, jedoch wurde die Erwartung eines gleichbleibenden EBIT übertroffen.

Angesichts dessen lagen die Umsatzerlöse mit rund 2,9 % unter unseren Prognosen, wohingegen unsere EBIT-Erwartung um sogar 4,1 % übertroffen wurde. Auch auf Ebene des Nettoergebnisses lagen die Zahlen deutlich über unseren Erwartungen. Auch die erzielten Ergebnismargen lagen, zum Teil deutlich, über den von uns prognostizierten Werten. Insofern sind die Resultate des Geschäftsjahres 2013 als sehr zufriedenstellend einzuschätzen.

### Abweichung tatsächlich erreichte Zahlen 2013 ggü. Prognose GBC



Quelle: CENIT, GBC

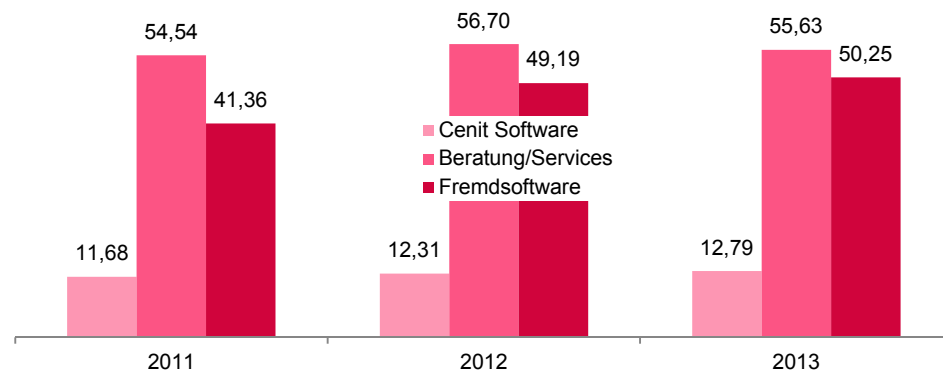
### Umsatzentwicklung

Die Umsatzentwicklung war mit einem Plus von 0,1 % hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Hauptausgangspunkt hierfür war eine im 2. HJ 2013 eingeleitete Restrukturierung des Segments EIM, weshalb zwischenzeitlich auf Umsatzerlöse verzichtet wurde. Dies betraf insbesondere den Beratungsbereich. Die Restrukturierung war verbunden mit einer Neubesetzung der Bereichsleitung sowie einer Optimierung der Organisationsstruktur. Zudem wurde das Produktportfolio konzentriert. Insofern war der Umsatzrückgang in diesem Segment um 3,2 % gegenüber 2012 nahezu ausschließlich auf das 2. HJ 2013 zurückzuführen. Der Rückgang im EIM-Bereich konnte jedoch durch einen Anstieg um 1,1 % des größeren Segments PLM kompensiert werden. Erfolge der Restrukturierung wurden jedoch bereits auf der Ergebnisseite sichtbar. Das Segmentergebnis fiel mit 1,01 Mio. € gegenüber 2012 um 150 % verbessert aus. Insofern hat dies maßgeblich zur Ergebnisverbesserung im abgelaufenen GJ 2013 beigetragen.

Größter Umsatztreiber war der Bereich Eigensoftware, der mit einem Plus von 3,9 % den größten Anstieg verzeichnete. Die neu entwickelten Softwarelösungen haben hierbei

plangemäß noch keine wesentlichen Beiträge geleistet. Dies sollte sich im Jahr 2015 erstmalig maßgeblich auswirken.

#### Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: CENIT, GBC

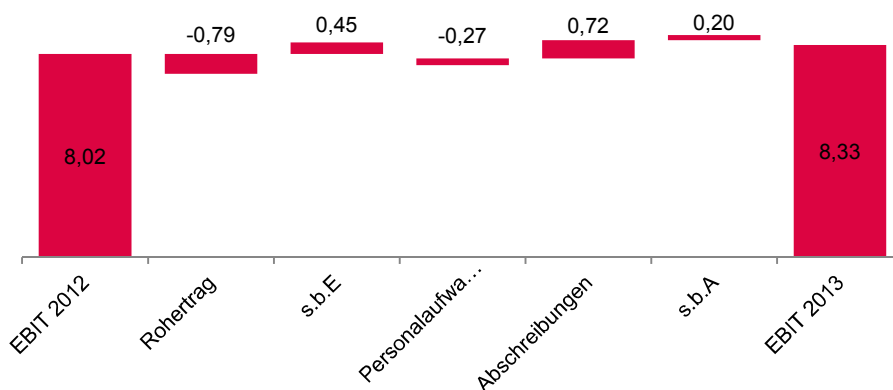
Leicht rückläufig waren die Beratungserlöse, was, wie bereits erwähnt, auf die Restrukturierung im Segment EIM zurückzuführen war. Aber auch der hohe Vergleichswert des Vorjahres ist hierbei ein Effekt. Im Bereich Fremdsoftware war die Wachstumsdynamik gegenüber den Vorjahren mit 2,1 % etwas abgeschwächt, markierte dennoch einen neuen Höchstwert seit Beginn der Value-Added-Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes. Hintergrund der schwächeren Dynamik waren insbesondere Umsatzverschiebungen im Q4 2013, die nun im Jahr 2014 umsatzwirksam werden sollten.

#### Ergebnisentwicklung

Dank des schwächeren Anstiegs der Umsatzerlöse im Bereich der Fremdsoftware sowie dem stärkeren Umsatzbeitrag des Bereichs Eigensoftware war der zu beobachtende Rückgang der Rohertragsmarge im GJ 2013 im Vergleich zu den Vorjahren mit 0,7 Prozentpunkten deutlich geringer. Dennoch betrug der absolute Rückgang des Rohertrages 0,79 Mio. € und wirkte entsprechend EBIT-mindernd.

Leicht negativ wirkten sich auch die Personalaufwendungen aus, die trotz eines rückläufigen Personalbestandes um 0,6 % kletterten. Hierbei machten sich noch Zahlungen an das ehemalige Vorstandsmitglied Christian Pusch bemerkbar, die jedoch ab dem Jahr 2014 nicht mehr anfallen werden.

#### EBIT-Brücke 2012-2013 (in Mio. €)



Quelle: CENIT, GBC

Das EBIT erhöhend wirkten sich die sonstigen betrieblichen Erträge aus. Diese legten um 0,45 Mio. € auf 1,22 Mio. € zu, was zum einen auf Versicherungsentschädigungen in



Höhe von 0,27 Mio. € und zum anderen auf Auflösungen von Steuerrückstellungen in Höhe von 0,43 Mio. € zurückzuführen war. Beide Effekte sollten einmaliger Natur sein und im laufenden GJ 2014 nicht wieder anfallen.

Einen deutlichen Rückgang erfuhren die Abschreibungen, die um 0,72 Mio. € vermindert ausfielen. Der wesentliche Faktor dabei waren Wertberichtigungen auf den Kundstamm im Geschäftsbereich BOA in Folge des Abgangs von Schlüsselmitarbeitern in diesem Bereich in Höhe von 0,54 Mio. € im Vorjahr, was sich im GJ 2013 nicht wiederholte.

Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen fielen gegenüber 2012 leicht um 0,20 Mio. € vermindert aus. Hierbei wirkten sich neben reduzierten Werbekosten auch niedrigere Rechts- und Beratungskosten aus.

In der Folge lag das EBIT im GJ 2013 mit 8,33 Mio. € um 3,9 % über dem Vorjahresniveau. Die EBIT-Marge verbesserte sich im Zuge des überproportionalen Anstiegs zum Umsatz um 0,3 Prozentpunkte auf 7,0 %. Damit übertraf das Unternehmen sowohl seine eigenen Ergebnisziele, als auch unsere Prognosen.

Während das Finanzergebnis auf Grund keinerlei Bankverbindlichkeiten eine sehr untergeordnete Rolle spielt, hat sich die effektive Steuerquote von 33,2 % auf 29,8 % reduziert. Hintergrund dessen sind steuerfreie Erträge in Höhe von 0,21 Mio. €, die im Vorjahr nicht angefallen sind. Der steuerfreie Ertrag steht im Zusammenhang mit der einmaligen Versicherungsentschädigung, so dass sich die Steuerquote in den Folgeperioden wieder leicht erhöhen sollte. Für 2013 lag die effektive Steuerbelastung daher jedoch trotz eines höheren Vorsteuerergebnisses unter dem Vorjahresniveau. In der Konsequenz war der Zuwachs beim Jahresüberschuss mit 8,5 % nochmals höher als auf den vorgelagerten Ergebnisebenen und lag bei 5,88 Mio. €.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	32,21	34,65	35,93
EK-Quote (in %)	57,1 %	58,7 %	59,5 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Liquide Mittel	21,10	25,78	28,63
Nettoverschuldung	-21,10	-25,78	-28,63
Operatives Anlagevermögen	8,00	7,25	6,19
Working Capital	3,00	1,52	0,97

Quelle: Cenit, GBC

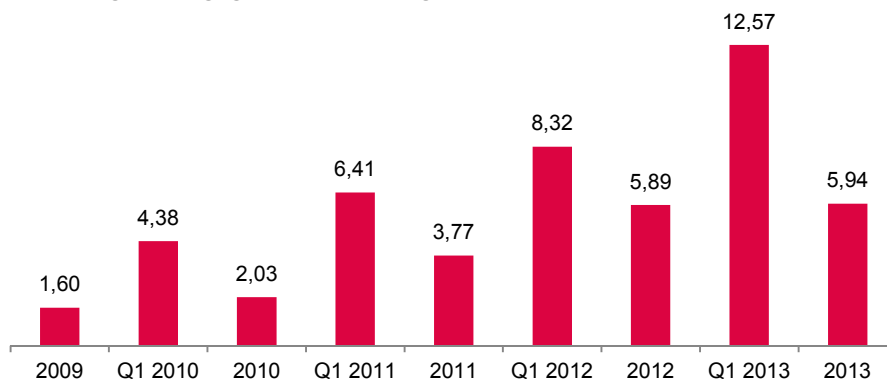
Die bilanzielle Qualität der CENIT AG ist mit einer Eigenkapitalquote von 59,5 %, keinerlei Bankverschuldung und finanziellen Mitteln in Höhe von 28,63 Mio. € unverändert als sehr hoch einzuschätzen.

Hinzu kommt, dass der Investitionsbedarf des Unternehmens in Sachanlagevermögen ausgesprochen gering ist und Entwicklungsleistungen nicht aktiviert, sondern direkt als Aufwand verbucht werden. Insofern findet auch kein Aufbau der immateriellen Vermögensgegenstände statt. Die Investitionen in Sachanlagevermögen im GJ 2013 lagen bei 1,23 Mio. €. Demgegenüber standen Abschreibungen in Höhe von 2,30 Mio. €.

Gleichzeitig konnte das Working Capital in den vergangenen Perioden deutlich reduziert werden, was insbesondere auf den Forderungsbereich zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass sich das VAR-Modell hierbei positiv ausgewirkt hat und eine entsprechende Verkürzung der Forderungsdauern herbeigeführt hat.

Die beiden Effekte des sinkenden operativen Anlagevermögens und Working Capitals bedingt bei steigender Rentabilität eine Steigerung der Wertschöpfung, die sich anhand der Kapitalrendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) gut ablesen lässt. Nachdem diese in 2012 bei bereits 91,5 % lag, kletterte der Wert nun nochmals merklich auf 116,4 %.

### Entwicklung der abgegrenzten Wartungserlöse (in Mio. €)



Quelle: Cenit, GBC

Zur starken Bilanzqualität tragen auch die zunehmenden Wartungserlöse bei. Damit zeigt sich auch, dass das Value-Added-Reseller-Modell greift und die CENIT AG daraus zunehmend Wartungsaufträge generieren kann. Der Bestand an abgegrenzten Wartungserlösen lag Ende 2013 bei 5,94 Mio. € auf einem neuen Höchststand. Üblicherweise zeigt sich zum Q1 ein deutlich erhöhter Abgrenzungsbetrag, da Wartungsaufträge zu Jahresbeginn fakturiert und dann über das Jahr hinweg abgearbeitet werden. Die steigenden Wartungserlöse haben zudem den positiven Effekt, dass die Quartalsumsätze heute deutlich weniger schwanken, als dies noch vor einigen Jahren der Fall war.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Starke bilanzielle Situation mit hoher Eigenkapitalquote und starkem Cashanteil</li> <li>• Starke Expertise in den Bereichen Automotive, Luftfahrt und Finanzdienstleistung</li> <li>• Konservative Bilanzierung, mit einer Bilanz frei von Goodwill und aktivierten Eigenleistungen</li> <li>• Das Geschäftsmodell ist außerordentlich cashflowstark und ermöglicht eine attraktive Dividendenpolitik</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Abhängigkeit von Partnern wie SAP, IBM und Dassault Systèmes</li> <li>• Hohe Abhängigkeit von großen Kernkunden wie EADS oder Allianz</li> <li>• Margenstarker Eigensoftwarebereich erzielt derzeit noch einen vergleichsweise geringen Umsatzbeitrag</li> <li>• Geringerer Margenbeitrag im umsatzstarken Fremdsoftwaregeschäft</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verstärkte Konzentration auf kleine und mittelgroße Unternehmen könnte Umsatzerlöse diversifizieren und gleichzeitig neues Wachstumspotenzial eröffnen</li> <li>• Ein verstärkter Absatz von Eigensoftware würde die Ergebnismargen deutlich erhöhen</li> <li>• Weitere Übernahmen könnten das Wachstumstempo beschleunigen</li> <li>• Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunden</li> <li>• Die Präsenz in Japan hat sich im GJ 2013 umsatzseitig gut entwickelt und könnte den internationalen Umsatzanteil in den kommenden Jahren weiter erhöhen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Der Investitionsstau in den Kundenbranchen, wie der Automobilindustrie, könnte sich auf Grund von erneuten konjunkturellen Rückschlägen wieder verschärfen</li> <li>• Der Wegfall eines Großkunden könnte starke Umsatzauswirkungen haben</li> <li>• Entwicklungen im Bereich der Eigensoftware könnten vom Markt nicht angenommen werden, was zu Sunk Costs im Entwicklungsbereich führen würde</li> <li>• Der Wegfall eines Kooperationspartners könnte die Umsatzentwicklung nachhaltig beeinträchtigen</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	118,92	125,00	131,25
EBITDA	10,63	11,10	11,70
EBITDA-Marge	8,9%	8,9%	8,9%
EBIT	8,33	8,85	9,50
EBIT-Marge	7,0%	7,1%	7,2%
Konzernjahresüberschuss	5,88	5,96	6,40
EPS in €	0,70	0,71	0,77

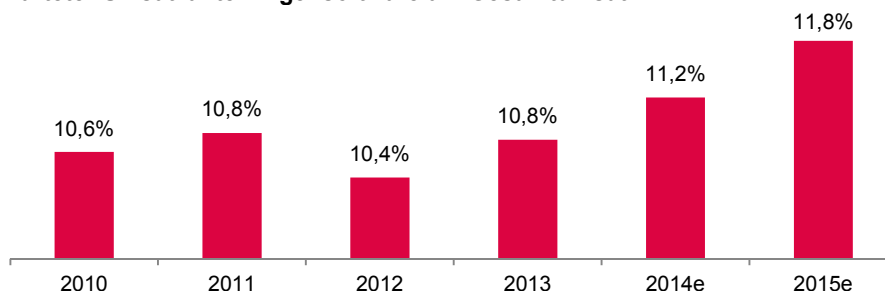
Quelle: CENIT, GBC

### Umsatzprognosen

Für das GJ 2014 gehen wir davon aus, dass die CENIT AG ihr Wachstumstempo gegenüber 2013 beschleunigen kann. Zum einen ist die Restrukturierung des Segments EIM abgeschlossen, so dass hier wieder Wachstumspotenziale genutzt werden. Zum anderen gehen wir auch davon aus, dass der Bereich Eigensoftware erneut der wachstumsstärkste Bereich sein wird und das Wachstumstempo noch einmal beschleunigt. Hintergrund dieser Erwartungshaltung sind die in 2013 getroffenen Entwicklungsanstrengungen für neue Software im Bereich Digital Manufacturing, die sich nun bezahlt machen sollten.

Durch die Übernahme der französischen Gesellschaft SPI Numérique zu Jahresbeginn wird voraussichtlich noch kaum ein Wachstumsbeitrag zu sehen sein, da das Unternehmen derzeit noch sehr niedrige Umsatzerlöse generiert. Mit der strategischen Übernahme erweitert die CENIT AG insbesondere ihr Softwareportfolio, da die auf ENOVIA basierende PLM Desktop-Lösung von SPI zum einen auf kleine und mittlere Unternehmen als Zielgruppe gerichtet ist und zum anderen die Märkte Frankreich, Schweiz und Kanada von SPI bedient werden, was die geografische Reichweite der CENIT AG vergrößern könnte. Insgesamt sollte dies den Umsatzanteil des Bereichs Eigensoftware in den kommenden Jahren maßgeblich stärken.

### Erwarteter Umsatzanteil Eigensoftware am Gesamtumsatz



Quelle: Berechnung GBC

Absolut gesehen, gehen wir davon aus, dass im Bereich Eigensoftware eine Steigerung um 9,5 % auf 14,00 Mio. € erreicht wird. Auch der Beratungsbereich sollte auf Grund der erfolgten Restrukturierung des EIM-Segments um 2,9% zulegen können. Insgesamt erwarten wir damit eine Umsatzsteigerung um 5,1 % auf 125,00 Mio. €. Damit gehen wir von einem leicht höheren Zuwachs als das Management aus, das eine Steigerung um rund 5,0 % erwartet.

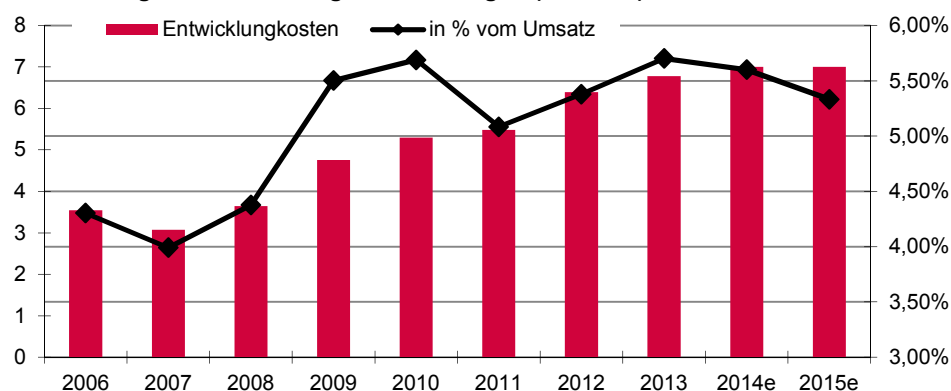
Auch für das GJ 2015 erwarten wir eine anhaltende erfolgreiche Entwicklung, die zu großen Teilen vom Bereich Eigensoftware getragen wird. Insgesamt erwarten wir dann eine Steigerung der Umsatzerlöse auf 131,25 Mio. €, was einer erneuten Wachstumsrate von 5,0 % entspricht.

## Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig ist davon auszugehen, dass die erhöhten Umsatzanteile im Bereich Eigensoftware positiv auf die Ergebnismargen wirken. Auf Grund der hohen Deckungsbeiträge im Bereich Software sollten Reduktionen im Bereich der Kostenquoten zu spüren sein. Insbesondere bei den Fixkostenpositionen im Personalbereich sowie den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gehen wir von leichten Skaleneffekten aus.

Im GJ 2014 sollten sich im Personalbereich insbesondere die entfallenen Aufwendungen für das im Jahr 2013 ausgeschiedene Vorstandsmitglied Christian Pusch positiv bemerkbar machen. Gegenläufig wirken werden hier jedoch voraussichtlich nochmals erhöhte Entwicklungsaufwendungen, die sich überwiegend im Personalaufwand niederschlagen. Wir gehen davon aus, dass sich diese von 6,78 Mio. € nochmals auf 7,00 Mio. € erhöhen. Die Aufwandsquote im Verhältnis zum Umsatz sollte sich jedoch leicht rückläufig entwickeln.

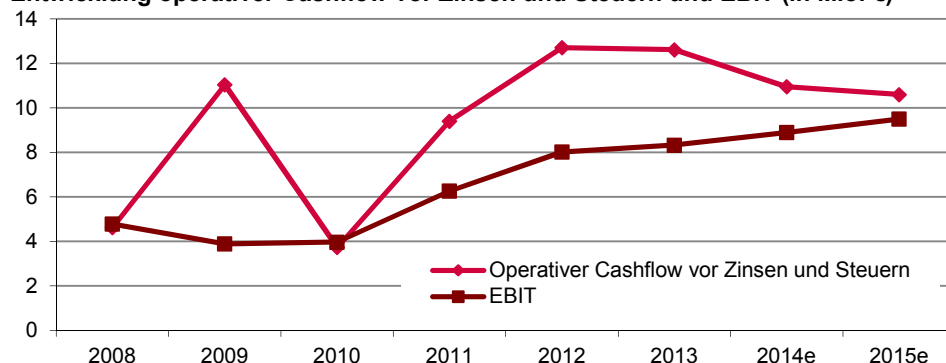
### Entwicklung der Entwicklungsaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC

Insgesamt gehen wir davon aus, dass im GJ 2014 ein EBIT in Höhe von 8,90 Mio. € erreicht wird, was einer Steigerung um 6,2 % entspricht. Die EBIT-Marge sollte entsprechend bei 7,1 % liegen. Noch deutlicher wird das EBIT gemäß unseren Schätzungen im GJ 2015 steigen, auf dann 9,50 Mio. €, bei einer EBIT-Marge von 7,2 %.

### Entwicklung operativer Cashflow vor Zinsen und Steuern und EBIT (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC

Hoch bleiben sollte auch unverändert die Ergebnisqualität der CENIT AG, womit die operativen Cashflows vor gezahlten Zinsen und Steuern auch in den kommenden Perioden über den bilanziellen EBIT-Werten liegen sollten. Hintergrund dieser hohen Ergebnisqualität sind neben der konservativen Bilanzierung des Unternehmens auch die steigenden Vorauszahlungen von Kunden im Rahmen von Wartungsverträgen.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2021 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 9,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33,0 % 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 konservativ 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 2,00 %.

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,0 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als **Kursziel 14,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 12,00 € nach oben hin angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei den guten Wachstumsaussichten auf die Geschäftsjahre 2014 und 2015 Rechnung, bei gleichzeitig verbesserten langfristigen Margenerwartungen im Zuge eines stärker werdenden Eigensoftwaregeschäfts.

## DCF-MODELL

### 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	9,0%	ewige EBITA - Marge	8,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	45,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	125,00	131,25	135,12	139,11	143,21	147,44	151,79	156,26	
US Veränderung	5,1%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	22,98	27,69	32,90	37,01	40,14	42,59	44,59	46,34	
EBITDA	11,10	11,70	12,09	12,45	12,82	13,20	13,58	13,99	
EBITDA-Marge	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	8,85	9,50	9,96	10,60	11,13	11,59	12,03	12,45	
EBITA-Marge	7,1%	7,2%	7,4%	7,6%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%
Steuern auf EBITA	-2,92	-3,14	-3,29	-3,50	-3,67	-3,82	-3,97	-4,11	
zu EBITA	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	5,93	6,37	6,67	7,10	7,45	7,77	8,06	8,34	
Kapitalrendite	82,9%	97,2%	96,0%	65,4%	69,6%	72,4%	74,4%	75,9%	76,2%
Working Capital (WC)	1,11	2,21	6,76	6,96	7,16	7,37	7,59	7,81	
WC zu Umsatz	0,9%	1,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-0,14	-1,10	-4,55	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,22	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,44	4,74	4,11	3,76	3,57	3,46	3,40	3,37	
AFA auf OAV	-2,25	-2,20	-2,13	-1,85	-1,69	-1,61	-1,56	-1,53	
AFA zu OAV	41,4%	46,4%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	6,55	6,95	10,86	10,71	10,73	10,83	10,99	11,19	
EBITDA	11,10	11,70	12,09	12,45	12,82	13,20	13,58	13,99	
Steuern auf EBITA	-2,92	-3,14	-3,29	-3,50	-3,67	-3,82	-3,97	-4,11	
Investitionen gesamt	-1,65	-2,60	-6,05	-1,70	-1,71	-1,71	-1,72	-1,72	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,14	-1,10	-4,55	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,22	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,53	5,97	2,76	7,25	7,44	7,66	7,90	8,15	103,54

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	84,70	87,22
Barwert expliziter FCFs	31,62	28,82
Barwert des Continuing Value	53,09	58,40
Nettoschulden (Net debt)	-32,43	-35,52
Wert des Eigenkapitals	117,13	122,74
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	117,13	122,74
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>14,00</b>	14,67

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,4%
WACC	<b>10,0%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%	10,6%
75,7%	14,73	14,33	13,96	13,61	13,30
75,9%	14,75	14,35	13,98	13,63	13,32
76,2%	14,78	14,37	<b>14,00</b>	13,65	13,34
76,4%	14,80	14,39	14,02	13,67	13,35
76,7%	14,83	14,42	14,04	13,69	13,37

## 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 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/de/Offenlegung.htm>

#### **§ 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](mailto: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), Vorstand**

**§ 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)





**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)