



Researchstudie (Anno)

CENIT AG

cenit

- Aufgrund Covid-19 sollte Umsatz- und Ergebnisniveau in 2020 rückläufig sein
- Aufholeffekte in 2021 und 2022 erwartet
- Kursziel angepasst, Rating unverändert

Kursziel: 18,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 15.04.2020 (13:55 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 16.04.2020 (09:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

CENIT AG^{*5a,6a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 18,10 €
(bisher: 20,30 €)

Aktueller Kurs: 9,44
14.04.2020 / XETRA / 17:36

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
WKN: 540710
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
Marketcap³: 77,82
Enterprise Value³: 70,88
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 81,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ODDO SEYDLER BANK AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Software

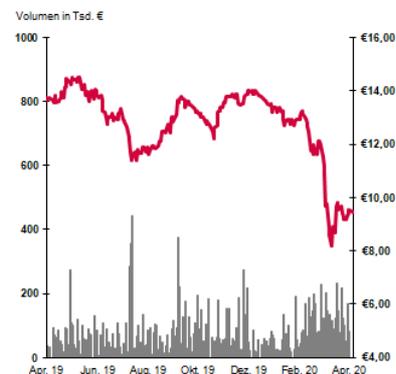
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 737 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM), Business Optimization & Analytics (BOA) und Application Management Services (AMS) seit über 25 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 17 Standorten in sechs Ländern mit über 750 Mitarbeitern vertreten. Diese arbeiten unter anderem für Kunden aus den Branchen Automobil, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Werkzeug- und Formenbau, Finanzdienstleistungen, Handel und Konsumgüter.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2019 | 31.12.2020e | 31.12.2021e | 31.12.2022e |
|----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 171,71 | 137,37 | 173,08 | 181,74 |
| EBITDA | 15,24 | 8,30 | 17,54 | 18,74 |
| EBIT | 9,20 | 2,20 | 11,44 | 12,64 |
| Jahresüberschuss | 6,87 | 1,32 | 7,86 | 8,70 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,82 | 0,16 | 0,94 | 1,04 |
| Dividende je Aktie | 0,45 | 0,08 | 0,45 | 0,50 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|------|
| EV/Umsatz | 0,42 | 0,52 | 0,42 | 0,40 |
| EV/EBITDA | 4,73 | 8,68 | 4,11 | 3,84 |
| EV/EBIT | 7,83 | 32,78 | 6,30 | 5,70 |
| KGV | 11,50 | 59,84 | 10,05 | 9,08 |
| KBV | 1,93 | | | |

Finanztermine

| |
|-----------------------------|
| 12.05.2020: Q1-Bericht 2020 |
| 04.08.2020: HJ-Bericht 2020 |
| 04.11.2020: 9M-Bericht 2020 |

**letzter Research von GBC:

| |
|--|
| Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating |
| 07.11.2019: RS / 19,85 / KAUFEN |
| 05.08.2019: RS / 20,30 / KAUFEN |
| 13.05.2019: RS / 20,30 / KAUFEN |
| 09.04.2019: RS / 20,30 / KAUFEN |
| 08.11.2018: RS / 22,50 / KAUFEN |

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- In 2019 hat die CENIT AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 171,71 Mio. € (VJ: 169,99 Mio. €) erwartungsgemäß eine konstante Umsatzentwicklung erreicht. Im Vorfeld hatte das Management eine Umsatzguidance von rund 170 Mio. € ausgegeben, welche damit marginal übertroffen wurde. Innerhalb der einzelnen Umsatzgruppen haben sich dabei keine wesentlichen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr ergeben.
- Neben einem unveränderten Umsatzanteil mit Fremdsoftware in Höhe von 61,5 % (VJ: 61,5 %) legte der Anteil der Eigensoftware-Umsätze leicht auf 9,5 % (VJ: 9,1 %) zu, was einer Umsatzsteigerung in Höhe von 5,9 % auf 16,36 Mio. € (VJ: 15,45 Mio. €) entspricht. Insbesondere vor dem Hintergrund, da hier noch in den Vorjahren jeweils rückläufige Umsätze mit CENIT-Software ausgewiesen wurden, ist diese Entwicklung erfreulich. Da es jedoch auch in 2019 bei der Fertigstellung neuer Softwarefunktionen zu Verspätungen kam, ist das erreichte Wachstum noch unter den Unternehmenserwartungen geblieben. Im Bereich der Fremdsoftware fehlten in 2019 nennenswerte Wachstumsimpulse, was vor allem einer konjunkturbedingten Schwäche in den Bereichen Automobil und Industrie in Deutschland geschuldet ist.
- Das EBIT weist mit einem leichten Anstieg in Höhe von 1,8 % auf 9,20 Mio. € (VJ: 9,03 Mio. €) nur eine leichte Verbesserung auf. Einerseits sind hier die unter den Erwartungen gebliebenen Eigensoftwareumsätze abgebildet, andererseits ist dies eine Folge der insgesamt gestiegenen operativen Kostenbasis, hier insbesondere beim Personalaufwand. CENIT AG hat dabei in den vergangenen Jahren einen organischen sowie anorganischen Mitarbeiterausbau vorgenommen, als Grundlage für das anvisierte Geschäftswachstum.
- Die Covid-19-Pandemie dürfte sich auf die kurzfristige Entwicklung der CENIT AG negativ auswirken. Gemäß Unternehmensvorstand kam es bei einigen Projekten bereits zu Verschiebungen. Auch lässt sich aktuell ein sehr zögerliches Investitionsverhalten beobachten, was sich insbesondere auf das Neugeschäft negativ auswirken wird. Besonders erwähnenswert ist hier der Umstand, wonach im Bereich PLM mit einem großen Anteil an Kunden aus der Automobilbranche, aus dem Luftfahrtbereich und aus der Produktionsindustrie besonders zyklische Industrien adressiert werden.
- Insgesamt ist aber die CENIT AG gut gerüstet, um die aktuelle Situation schadlos zu überstehen. Das Bilanzbild der Gesellschaft ist diesbezüglich mit einem Eigenkapital in Höhe von 40,94 Mio. € (EK-Quote: 45,8 %) und einer Liquidität in Höhe von 18,46 Mio. € sehr solide. Zudem hat die Gesellschaft die Möglichkeit, Kosteneinsparungen (Kurzarbeit, Materialaufwand) bewusst umzusetzen. Ohnehin sollte aber der mögliche Umsatzrückgang durch die wiederkehrenden Erträge (50 % der Umsätze mit Eigen- und Fremdsoftware) etwas abgefangen werden. Insgesamt lässt sich zudem festhalten, dass die CENIT-Produkte den Digitalisierungstrend unterstützen und damit von einer raschen Markterholung ausgegangen werden kann.
- Für 2020 prognostizieren wir einen 20 %igen Umsatzrückgang auf 137,37 Mio. €, was zu einem EBIT-Rückgang auf 2,20 Mio. € führen könnte. In den Folgejahren sollte die Umsatzdelle ausgeglichen werden, wenngleich wir von einer niedrigeren Basis ausgehend, von etwas niedrigeren Umsätzen als bislang ausgehen. Auf dieser Basis haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells eine Kurszielreduktion auf 18,10 € (bisher: 19,85 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

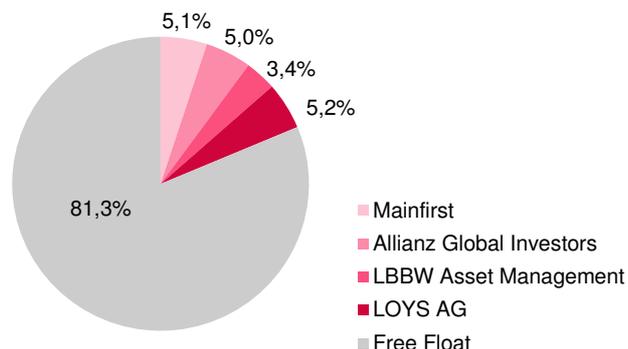
| | |
|--|-----------|
| Executive Summary | 2 |
| Unternehmen | 4 |
| Aktionärsstruktur | 4 |
| Produktsegmente | 4 |
| PLM (Product Lifecycle Management) | 4 |
| EIM (Enterprise Information Management) | 5 |
| Markt und Marktumfeld | 6 |
| Unternehmensentwicklung | 7 |
| Kennzahlen im Überblick | 7 |
| Geschäftsentwicklung 2019 | 8 |
| Umsatzentwicklung 2019 | 8 |
| Ergebnisentwicklung 2019 | 9 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019 | 11 |
| Prognose und Bewertung | 12 |
| Umsatz- und Ergebnisprognosen | 12 |
| Bewertung | 14 |
| Modellannahmen | 14 |
| Bestimmung der Kapitalkosten | 14 |
| Bewertungsergebnis | 14 |
| DCF-Modell | 15 |
| Anhang | 16 |

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

| | |
|--------------------------|--------------|
| Mainfirst | 5,1% |
| Allianz Global Investors | 5,0% |
| LBBW Asset Management | 3,4% |
| LOYS AG | 5,2% |
| Free Float | 81,3% |

Quelle: CENIT AG; GBC AG



Produktsegmente

Die Produktpalette der CENIT AG unterteilt sich in die drei Segmente „PLM“, „EIM“ und „Consulting“, wobei PLM das mit Abstand umsatzstärkste Produktsegment ist, gefolgt von EIM.

PLM (Product Lifecycle Management)

Im PLM-Bereich agiert die Gesellschaft in erster Linie als Partner und Integrator von Standardprodukten von Dassault Systèmes und SAP in Verbindung mit industriespezifischen eigenen Lösungen. Die PLM-Kunden stammen typischerweise aus der Fertigungsindustrie und nutzen die CENIT-Lösungen für die Optimierung der Geschäftsprozesse von der Produktentwicklung bis hin zur Produktion. Die Nutzung von PLM-Lösungen ermöglicht dem Anwender Geschäftsprozesse und Produktkenntnisse über den kompletten Produktlebenszyklus abzubilden und den Produktionsprozess digital zu simulieren. Damit kann ein besseres Verständnis für die Unternehmensprozesse erreicht werden. Neben der Reduktion von Ausfallzeiten und einer Verkürzung des Time-to-Market können auch Qualitätssteigerungen bei gleichzeitiger Kostenersparnis erreicht werden. Hauptkundenbranchen im PLM-Bereich sind die Automobil-, Luft- und Raumfahrt-, Maschinenbau- sowie Werkzeug- und Formenbaubranche.

In erster Linie fungiert die CENIT in diesem Produktsegment als integrierter Value Added Reseller (VAR) von Lösungen von Dassault Systèmes, dem mit einem weltweiten Marktanteil von 33 % (Stand: 2017) größten Anbieter von PLM-Lösungen. Mit der in 2017 erfolgten Übernahme von Keonys, dem größten Reseller und Integrator von PLM-Produkten von Dassault in Frankreich, Belgien und Niederlande, avanciert CENIT zum weltweit größten VAR von Dassault.

Neben den Produkten von Dassault bietet CENIT zudem die eigenentwickelte Software FASTSUITE an, welche, ergänzt um Partnersoftware, den großen Teil des Fertigungsprozesses abdeckt. Die softwareseitige Unterstützung dieser digitalen Fabriken deckt die Bereiche Projektierung, Simulation und Optimierung von Fertigungsprozessen bis hin zur Programmierung von NFC und Roboterzellen ab.

Als langjähriger SAP Beratungs- und Entwicklungspartner ermöglicht CENIT über ein eigenes Konzept die Integration der beiden Produktwelten von Dassault und von SAP und bietet damit den Kunden die Freiheit beide Plattformen anzuwenden.

EIM (Enterprise Information Management)

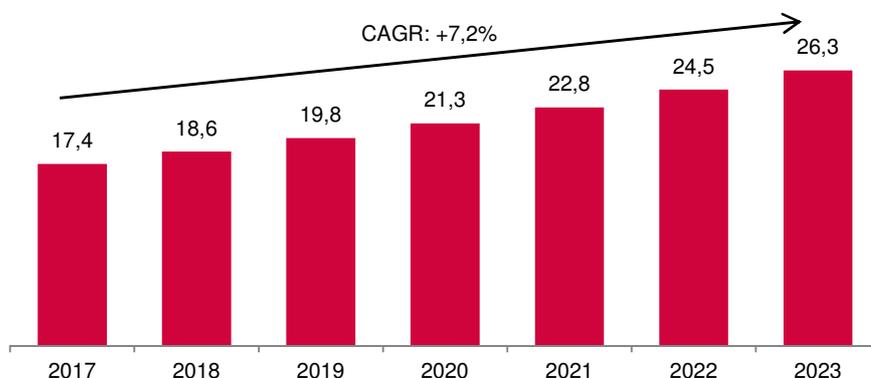
Ein Enterprise Information Management-System erlaubt das effiziente Erfassen, die Verwaltung, Speicherung und Bereitstellung von Daten und Dokumenten und dient der Unterstützung von organisatorischen Prozessen. Ziel der Implementierung eines EIM-Systems ist die Erstellung einer einheitlichen Informationsplattform, um Daten und Dokumentenredundanz zu vermeiden, erforderliche Informationen bereitzustellen und Prozesse zu steuern. EIM-Lösungen umfassen dabei verschiedene Informationstechnologien, wie Dokumentenmanagement, Knowledge Management, Workflow Management usw.

In diesem Produktsegment bietet die CENIT Beratungs- und Integrationsleistungen an, welche um Softwarelösungen marktführender Softwarepartner und eigenen Lösungen ergänzt werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

Die CENIT AG ist als Value Added Reseller von Produktlösungen von Dassault sowie über den Verkauf der eigenen Software vornehmlich im PLM-Bereich tätig. Grundsätzlich ist dabei der globale PLM-Markt von hohen Wachstumsraten geprägt und es wird erwartet, dass sich die dynamische Entwicklung auch künftig fortsetzen wird. Gemäß Daten von Research and Markets sind die Umsätze im PLM-Bereich in 2018 weltweit um 9,4 % deutlich angestiegen und lagen damit oberhalb der bisherigen Prognosen, die ein Wachstum in Höhe von 7,0 % unterstellt haben. Gemäß dem Beratungsunternehmen Quadrant Knowledge Solutions soll das Marktwachstum zwischen 2018 und 2023 mit einem CAGR von 7,2 % auf dem bereits hohen Niveau bleiben. In diesen Prognosen sind jedoch mögliche Covid-19-Auswirkungen nicht enthalten.

Erwartetes PLM-Marktwachstum (in Mrd. US-Dollar)



Quelle: Quadrant Knowledge Solutions

Die anhaltende Digitalisierung der Prozesse sowie eine zunehmende Produktkomplexität, verbunden mit der Einhaltung umfangreicherer Vorschriften, sollten weiterhin für das Marktwachstum verantwortlich sein. Auch wenn kurzfristig mit negativen Effekten im Zusammenhang mit Covid-19 zu rechnen ist, so sind die Trends zur Digitalisierung der Produktionsprozesse ungebrochen. Insofern zeichnen die hier dargestellten Prognosen ein übergeordnetes Bild der PLM-Branche, wenngleich kurzfristig der dynamische Wachstumskurs unterbrochen sein dürfte. Von den insgesamt guten Marktaussichten dürfte die CENIT AG sowohl als Reseller für Dassault Systèmes als auch über den Vertrieb der eigenen Software profitieren.

Deutlich dynamischer als das PLM-Segment präsentiert sich der Markt für Enterprise Information Management Software (EIM). Eines der wichtigsten Trends für diesen Marktbereich ist der anhaltende Digitalisierungstrend bei den Unternehmen. Gemäß Analysehaus Technavio hätten dabei verschiedene Innovationen wie Cloud Computing, Blockchain, Advanced Analytics, Big Data und IoT den Bedarf an der Einführung von EIM-Lösungen erheblich gesteigert. Die immer größer werdenden Datenmengen verlangen dabei nach Lösungen, diese strukturiert zusammenzufassen und aufzubereiten. Vor diesem Hintergrund sollte gemäß Technavio das Marktwachstum im EIM-Segment zwischen 2018 - 2022 mit einem CAGR von 18 % hoch sein. Über einen längerfristigen Zeitraum sieht das Persistence Market Research zwischen 2018 und 2026 ein Marktwachstum von 12,0 %, was dennoch sehr dynamisch ist. Auch hier gilt die Aussage, dass mögliche Covid-19-Effekte zu einer kurzfristigen Wachstumsdelle führen könnten, mittel- bis langfristig dominieren jedoch die übergeordneten Industrietrends.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2018 | GJ 2019 | GJ 2020e | GJ 2021e | GJ 2022e |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 169,99 | 171,71 | 137,37 | 173,08 | 181,74 |
| Materialaufwand | -84,24 | -86,26 | -68,41 | -83,95 | -87,78 |
| Rohhertrag | 85,75 | 85,45 | 68,96 | 89,14 | 93,96 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 1,88 | 1,35 | 1,30 | 1,50 | 1,50 |
| Personalaufwand | -58,57 | -60,30 | -52,46 | -61,20 | -64,52 |
| Abschreibungen | -2,92 | -6,04 | -6,10 | -6,10 | -6,10 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -17,11 | -11,26 | -9,50 | -11,90 | -12,20 |
| Zinsergebnis | -0,07 | -0,30 | -0,30 | 0,00 | 0,00 |
| EBT | 8,96 | 8,90 | 1,90 | 11,44 | 12,64 |
| Steuern | -2,83 | -1,94 | -0,57 | -3,43 | -3,79 |
| Minderheitenanteile | -0,18 | -0,09 | -0,01 | -0,15 | -0,15 |
| Nachsteuerergebnis | 5,95 | 6,87 | 1,32 | 7,86 | 8,70 |
| EBITDA | 11,95 | 15,24 | 8,30 | 17,54 | 18,74 |
| in % der Umsatzerlöse | 7,0% | 8,9% | 6,0% | 10,1% | 10,3% |
| EBIT | 9,03 | 9,20 | 2,20 | 11,44 | 12,64 |
| in % der Umsatzerlöse | 5,3% | 5,4% | 1,6% | 6,6% | 7,0% |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,71 | 0,82 | 0,16 | 0,94 | 1,04 |
| Dividende je Aktie in € | 0,60 | 0,45 | 0,08 | 0,45 | 0,50 |

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

| In Mio. € | GJ 2016 | GJ 2017 | GJ 2018 | GJ 2019 |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 123,77 | 151,70 | 169,99 | 171,71 |
| Umsatzerlöse – PLM | 102,90 | 132,65 | 154,14 | 155,68 |
| Umsatzerlöse – EIM | 20,87 | 19,05 | 15,85 | 16,03 |
| EBIT | 11,85 | 12,84 | 9,03 | 9,20 |
| EBIT-Marge | 9,6% | 8,5% | 5,3% | 5,4% |
| Jahresüberschuss | 8,08 | 8,80 | 5,95 | 6,87 |
| EPS in € | 0,97 | 1,05 | 0,71 | 0,82 |

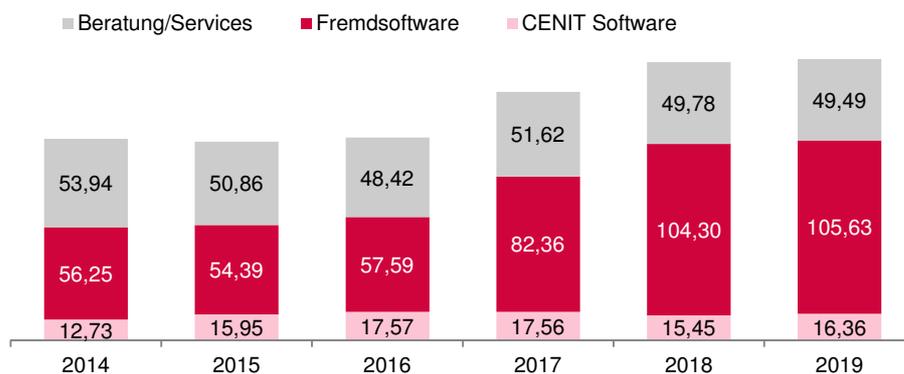
Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2019

Mit einem deutlichen Umsatzanstieg im Jahresschlussquartal 2020 hat CENIT AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 171,71 Mio. € (169,99 Mio. €) die mit dem Geschäftsbericht 2018 veröffentlichten Umsatzplanungen von 170 Mio. € erfüllt. Getrennt nach Umsatzgruppen wird dabei ersichtlich, dass mit dem Verkauf mit eigener Software eine Rückkehr zum Wachstumspfad erreicht wurde. Die Umsätze mit CENIT-Software legten dabei um 5,9 % auf 16,36 Mio. € (VJ: 15,45 Mio. €) zu, nachdem noch in den Geschäftsjahren 2017 und 2018 jeweils rückläufige Umsätze ausgewiesen wurden. Da es jedoch auch in 2019 bei der Fertigstellung neuer Softwarefunktionen zu Verspätungen kam, ist das erreichte Wachstum noch unter den Unternehmenserwartungen geblieben.

Umsätze mit Fremdsoftware entwickelten sich parallel dazu mit 105,63 Mio. € (VJ: 104,30 Mio. €) vergleichsweise konstant. In diesem Bereich agiert CENIT AG seit dem Erwerb der KEONYS als weltweit größter Reseller (VAR) von PLM-Lösungen von Dassault Systèmes. Die in diesem Umsatzsegment noch sichtbare hohe Dynamik der Geschäftsjahre 2017 und 2018 ist auf anorganische Effekte im Zusammenhang mit dem KEONYS-Erwerb zurückzuführen. In 2019 fehlten hier nennenswerte Wachstumsimpulse, was vor allem einer konjunkturbedingten Schwäche in den Bereichen Automobil und Industrie in Deutschland geschuldet ist.

Produktbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

CENIT AG segmentiert die Umsatzerlöse nach den beiden Geschäftsbereichen PLM (Produkte und Services im Bereich Product Lifecycle Management) und EIM (Produkte und Services im Bereich Enterprise Information Management). Umsatzseitig hat das PLM-Segment, welches vom anorganischen Wachstum durch den Keonys-Erwerb beeinflusst war, in den vergangenen Geschäftsjahren an Bedeutung gewonnen. Mit einer konstanten Umsatzentwicklung in Höhe von 155,68 Mio. € (VJ: 154,14 Mio. €) wurden

dabei die Umsatzplanungen, die für dieses Segment Umsatzerlöse in Höhe von 150 Mio. € in Aussicht gestellt hatten, übertrafen. Demgegenüber stehen die Umsatzerlöse im EIM-Segment, die mit 16,03 Mio. € (VJ: 15,85 Mio. €) ebenfalls leicht zugenommen hatten, jedoch unterhalb der Unternehmensplanungen (16,7 Mio. €) lagen:

Segmentaufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)

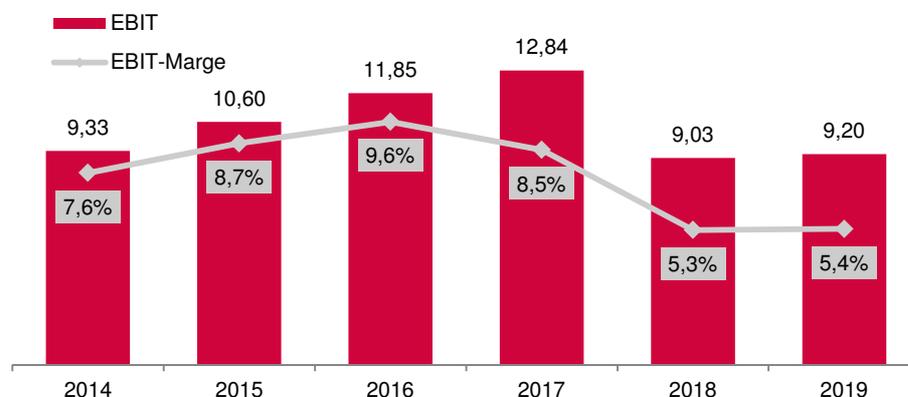


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2019

Wie auch für andere Beratungs- und Softwarehäuser üblich, weist die Ergebnisentwicklung der CENIT AG eine starke Sensitivität zu den margenstarken Eigensoftware-Umsätzen auf. Wie dargestellt, kam es dabei in 2019 zu keinen nennenswerten Verschiebungen beim Verhältnis zwischen den einzelnen Produktgruppen, was letztendlich eine konstante Entwicklung der EBIT-Marge auf 5,4 % (VJ: 5,3 %) zur Folge hatte. Auf Basis der nahezu konstanten Umsatzentwicklung hatte die CENIT AG daher ein fast unverändertes EBIT in Höhe von 9,20 Mio. € (VJ: 9,03 Mio. €) erwirtschaftet. Die ursprüngliche EBIT-Guidance von 10,0 Mio. € wurde aufgrund der unter den Erwartungen gebliebenen Eigensoftware-Umsätzen zwar verfehlt, die unterjährig angepasste EBIT-Guidance eines EBIT in Höhe von 8 - 10 Mio. € wurde jedoch erfüllt. In unseren Schätzungen hatten wir ein EBIT in Höhe von 8,51 Mio. € unterstellt, die damit übertrafen wurden.

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



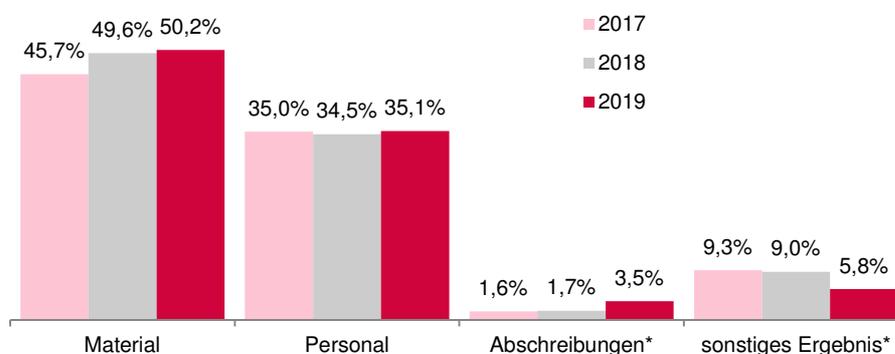
Quelle: CENIT AG; GBC AG

Der deutlich sichtbare Margenrückgang im Geschäftsjahr 2018 ist auf den Erwerb der KEONYS, was mit einem sprunghaften Anstieg der margenschwächeren Fremdsoftware-Umsätze einhergegangen war, zurückzuführen. Bereits auf Ebene des Rohertra-

ges hatte der damit zusammenhängende deutliche Anstieg beim Materialaufwand (u.A. Kosten für den Einkauf von Fremdsoftware) zu einem Rückgang der Rohertragsmarge auf 49,8 % (VJ: 50,4 %) geführt, nachdem noch vor dem KEONYS-Erwerb jeweils ein Margenniveau oberhalb von 60 % erreicht wurde.

Die in der langjährigen Betrachtung rückläufige Ergebnisentwicklung ist zudem eine Folge der insgesamt gestiegenen operativen Kostenbasis, hier insbesondere des Personalaufwandes. Mit 60,30 Mio. € (VJ: 58,57 Mio. €) legten hier die Aufwendungen weiter zu, was unter anderem auf einen Anstieg der erfolgsbasierten Vergütungen zurückzuführen ist. Darüber hinaus kam es insbesondere durch den KEONYS-Erwerb zu einem starken Anstieg der Mitarbeiteranzahl, die zum 31.12.19 bei 737 lag. Noch Ende 2016, also noch vor der Transaktion, waren beispielsweise 615 Personen im CENIT-Konzern beschäftigt.

Entwicklung der Kostenquoten (in %)



Quelle: CENIT AG; GBC AG; *die erstmalige Anwendung von IFRS16 hatten einen Rückgang beim sonstigen Ergebnis in Höhe von 3,36 Mio. € und einen Anstieg der Abschreibungen um 3,26 Mio. € zur Folge

Auch bei der CENIT AG ergeben sich durch die erstmalige Anwendung des IFRS 16-Standards Verschiebungen innerhalb der einzelnen Kostenpositionen. Auf Ebene des EBIT betrachtet, halten sich diese jedoch mit +0,10 Mio. € (sonstige Aufwendungen reduzieren sich um 3,36 Mio. €; Abschreibungen steigen um 3,26 Mio. € an) in Grenzen, so dass eine gute Vergleichbarkeit zu den Vorjahren besteht.

Dass die CENIT AG unterm Strich mit 6,87 Mio. € (VJ: 5,95 Mio. €) einen deutlichen Anstieg des Nachsteuerergebnisses ausweist, liegt an den insgesamt niedrigen Finanzaufwendungen (es bestehen keine Kreditverbindlichkeiten) sowie insbesondere an der deutlich rückläufigen Entwicklung beim Steueraufwand begründet. Insgesamt lag der Anteil der steuerfreien Erträge höher und es wurden darüber hinaus steuerliche Verlustvorträge stärker genutzt, was bei einem nahezu unveränderten Vorsteuerergebnis, zu einem niedrigeren Steueraufwand in Höhe von 1,94 Mio. € (VJ: 2,83 Mio. €) geführt hatte. Zukünftig ist mit einer Normalisierung des Steueraufwands zu rechnen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2019

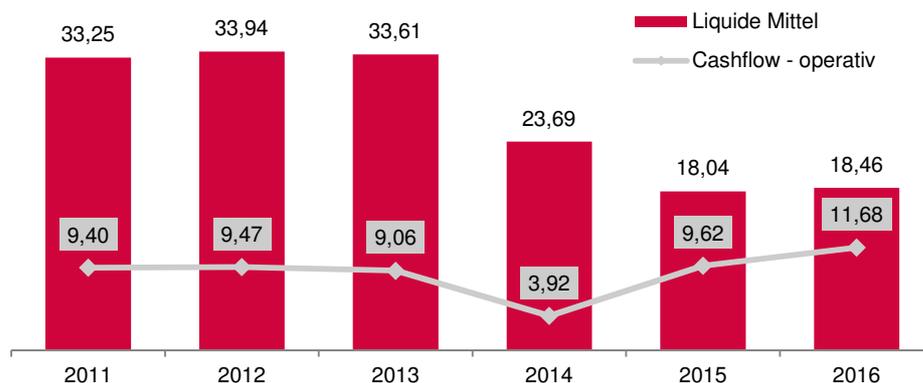
| in Mio. € | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 31.12.2019 |
|----------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 40,58 | 40,85 | 39,10 | 40,94 |
| EK-Quote (in %) | 56,2% | 46,8% | 49,4% | 45,8% |
| Liquide Mittel | 33,61 | 23,69 | 18,04 | 18,46 |
| Working Capital | -0,95 | 1,81 | 1,48 | 4,01 |
| Operatives Anlagevermögen* | 7,44 | 17,55 | 16,17 | 28,70 |
| Cashflow (operativ) | 9,06 | 3,92 | 9,62 | 11,68 |
| Cashflow (Investition) | -1,22 | -7,74 | -3,83 | -2,76 |
| Cashflow (Finanzierung) | 0,00 | -8,52 | -8,52 | -8,57 |

Quelle: CENIT AG; GBC AG; *starker Anstieg aufgrund erstmaliger IFRS16-Bilanzierung

In der aktuellen, von einer hohen Unsicherheit geprägten Situation, rückt die Vermögenslage der Unternehmen besonders in den Vordergrund. Hieraus lassen sich Erkenntnisse darüber gewinnen, ob ein Unternehmen auch eine längere Schwächephase aus der eigenen Substanz heraus überstehen kann. Bei der CENIT AG liegen solide Bilanzrelationen vor. Besonders die gute Eigenkapitalausstattung in Höhe von 40,94 Mio. € (31.12.18: 39,10 Mio. €) und die hohe EK-Quote in Höhe von 45,8 % (31.12.18: 49,4 %) bieten ein hohes Sicherheitspolster. Dabei sollte die EK-Quote sogar noch höher sein. Infolge der erstmaligen IFRS 16-Anwendung und damit der erstmaligen Aktivierung von Leasingvermögenswerten und der Passivierung von Leasingverbindlichkeiten ist die Bilanzsumme um 16,89 Mio. € angestiegen. Um diesen Effekt bereinigt hätte die EK-Quote bei 54,4 % und damit deutlich höher gelegen.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die umfangreiche Liquiditätsausstattung der CENIT AG, die mit 18,46 Mio. € (31.12.18: 18,04 Mio. €) nahezu unverändert geblieben ist. Dabei wurden aus dem operativen Geschäft, wie auch in den vergangenen Geschäftsjahren, nennenswerte Liquiditätszuflüsse in Höhe von 11,68 Mio. € (VJ: 9,62 Mio. €) generiert. Einschließlich Liquiditätsabfluss für Investitionen sowie für die Finanzierung (Dividende und Leasingzahlungen) fand in 2019 eine leichte Nettozunahme der Liquidität statt.

Liquide Mittel und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Schließlich weist die CENIT-Bilanz keine Bankverbindlichkeiten auf. Damit verfügt die Gesellschaft über eine gute Finanzierungsflexibilität, die in der aktuellen von Covid-19-Pandemie geprägten Phase ein sehr wichtiges Asset ist.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

| In Mio. € | GJ 2019 | GJ 2020e | GJ 2021e | GJ 2022e |
|------------------|---------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 171,71 | 137,37 | 173,08 | 181,73 |
| EBIT | 9,20 | 2,20 | 11,44 | 12,64 |
| EBIT-Marge | 5,4% | 1,6% | 6,6% | 7,0% |
| Jahresüberschuss | 6,87 | 1,32 | 7,86 | 8,70 |
| EPS in € | 0,82 | 0,16 | 0,94 | 1,04 |

Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Das CENIT-Management hat im Geschäftsbericht 2019 zwar eine Prognoseplanung für das laufende Geschäftsjahr 2020 veröffentlicht, diese berücksichtigt jedoch, da derzeit nicht abzuschätzen, die möglichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie nicht. Planmäßig soll im laufenden Geschäftsjahr sowohl beim Umsatz als auch beim EBIT eine gegenüber dem Vorjahr nahezu konstante Entwicklung erreicht werden. Die Unternehmensguidance geht hier von Umsatzerlösen in Höhe von 170 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 9,0 Mio. € aus. Auch die Mittelfristplanung „CENIT 2025“, wonach Umsatzerlöse in Höhe von über 300 Mio. € und eine EBIT-Marge in einem Korridor von 8-10 % anvisiert sind, wurde vom CENIT-Vorstand bestätigt.

Es ist jedoch sicher, dass die Gesellschaft von der aktuellen Covid-19-Krise negativ beeinflusst sein wird. Gemäß Unternehmensvorstand kam es bei einigen Projekten bereits zu Verschiebungen. Auch lässt sich aktuell ein sehr zögerliches Investitionsverhalten beobachten, was sich insbesondere auf das Neugeschäft negativ auswirken wird. Besonders erwähnenswert ist hier der Umstand, wonach im Bereich PLM mit einem großen Anteil an Kunden aus der Automobilbranche sowie aus dem Luftfahrtbereich und aus der Produktionsindustrie besonders zyklische Industrien adressiert werden. Diese sind aktuell auch stark von Covid-19 betroffen, so dass in diesem Bereich mit einem rückläufigen Geschäft zu rechnen ist. Den negativen Auswirkungen steht jedoch Folgendes entgegen:

- Rund 50 % der Umsätze mit Eigen- und Fremdsoftware haben einen wiederkehrenden Charakter, so dass ein Teil des zu erwarteten Umsatzrückgangs aufgefangen wird.
- Das CENIT-Management hat für Teile der Belegschaft bereits Kurzarbeit angemeldet, was zu einer entsprechenden Kostenentlastung beim Personalaufwand führen wird. Die Personalaufwendungen sind mit einer Kostenquote von rund 35 % ein wichtiger Kostenblock
- Der Materialaufwand (Kosten für Fremdsoftware) stellt zwar mit einer Kostenquote von rund 50 % den größten Kostenblock dar, dieser ist aber vergleichsweise variabel.
- Gemäß Geschäftsmodell lassen sich im Rahmen eines verstärkten Home Office-Einsatzes nur geringe Effektivitätsverluste erkennen. Darüber hinaus können Aufgaben im Rahmen von Langfristverträgen auch gut „remote“ erledigt werden.
- Die Vermögenslage der CENIT AG ist mit einem Eigenkapital in Höhe von 40,94 Mio. € (EK-Quote: 45,8 %) und einer hohen Liquidität in Höhe von 18,46 Mio. € sehr komfortabel. Damit können auch Phasen einer rückläufigen Geschäftsentwicklung gut abgedeckt werden.

- Die Produkte der Gesellschaft bedienen den Digitalisierungstrend und werden auch nach Ende der Covid-19-Krise von einem starken Marktwachstum profitieren.

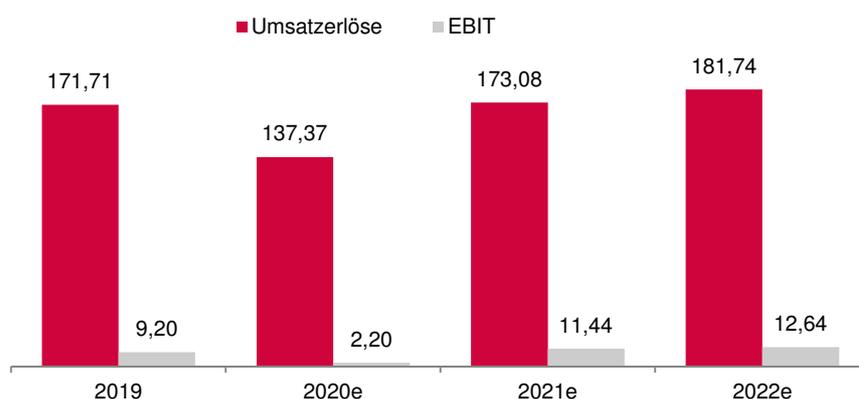
Kurzfristig wird die CENIT AG von Umsatzrückgängen betroffen sein, wobei hier derzeit kein Anhaltspunkt zur Höhe der möglichen Umsatzverluste vorliegt. In unseren Prognosen rechnen wir, ausgehend von den 2019er Umsatzerlösen, mit einem Rückgang in Höhe von 10 %. Als weiteres Szenario haben wir auch eine Umsatzreduktion in Höhe von 20 % berechnet, um die möglichen Auswirkungen auf das EBIT zu simulieren. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre 2021 und 2022 unterstellen wir in unserem Modell eine „Normalisierung“ der Lage, womit die Umsatzdelle des laufenden Geschäftsjahres wieder ausgeglichen wäre. Gegenüber unseren bisherigen Prognosen rechnen wir für die kommenden Geschäftsjahre, aufgrund des Basiseffektes, jedoch mit niedrigeren Umsatzerlösen.

| in Mio. € | GJ 2020e | GJ 2020e | GJ 2021e | GJ 2022e |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| | -10 % | -20 % | | |
| Umsatzerlöse | 154,54 | 137,37 | 173,08 | 181,74 |
| EBIT | 7,61 | 2,20 | 11,44 | 12,64 |
| EBIT-Marge | 4,9% | 1,6% | 6,6% | 7,0% |
| Jahresüberschuss | 5,10 | 1,32 | 7,86 | 8,70 |

Quelle: GBC AG

Unseren Berechnungen zur Folge würde CENIT AG selbst bei einem Umsatzrückgang von 20 % noch jeweils ein positives EBIT und ein positives Nachsteuerergebnis erwirtschaften. Einerseits würde die Gesellschaft bei rückläufigen Umsatzerlösen eine deutliche Reduktion der weitestgehend variablen Kosten erreichen. Auf der anderen Seite können beim Personalaufwand durch den Einsatz von Kurzarbeit zudem Einsparungen erzielt werden. Auch der Wegfall von Marketingmaßnahmen oder Reiseaufwendungen würde die insgesamt deutlich niedrigere Kostenbelastung unterstützen.

Umsatz- und EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Unseren Prognosen zur Folge weist CENIT AG zum Ende des Geschäftsjahres 2022e ein EBIT in Höhe von 12,64 Mio. € aus, was einer EBIT-Marge von 7,0 % entspricht. Es liegt damit ein insgesamt höheres Rentabilitätsniveau als in den vergangenen Geschäftsjahren vor. Dabei rechnen wir mit einer insgesamt stärkeren Umsatzentwicklung im Bereich der Eigensoftware, was zu entsprechenden Margenverbesserungen führen sollte. Mittelfristig rechnet die Gesellschaft mit dem Erreichen einer EBIT-Marge von 8 - 10 %.

Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,25 %).**

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 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,35 % (bisher: 8,60 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,35 % (bisher: 8,60 %).

Bewertungsergebnis

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 18,10 € je Aktie (bisher: 19,85 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei ausschließlich auf die Berücksichtigung möglicher Covid-19-Auswirkungen zurückzuführen, wodurch wir für 2020 ein deutlich niedrigeres Umsatz- und Ergebnisniveau unterstellen. Auf dieser niedrigeren Basis liegen auch die Prognosen der Folgejahre unterhalb unserer bisherigen Schätzungen.

DCF-Modell

CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 2,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 11,0% | ewige EBITA - Marge | 8,0% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 33,9% | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 2,9% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase | estimate | | | consistency | | | | | final Endwert |
|-----------------------------------|----------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|------------------|
| | GJ 20e | GJ 21e | GJ 22e | GJ 23e | GJ 24e | GJ 25e | GJ 26e | GJ 27e | |
| in Mio. EUR | | | | | | | | | |
| Umsatz (US) | 137,37 | 173,08 | 181,73 | 185,37 | 189,08 | 192,86 | 196,71 | 200,65 | |
| US Veränderung | -20,0% | 26,0% | 5,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 5,49 | 8,28 | 10,10 | 12,44 | 14,71 | 16,78 | 18,56 | 20,05 | |
| EBITDA | 8,30 | 17,54 | 18,74 | 20,39 | 20,80 | 21,21 | 21,64 | 22,07 | |
| EBITDA-Marge | 6,0% | 10,1% | 10,3% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | |
| EBITA | 2,20 | 11,44 | 12,64 | 14,29 | 15,75 | 16,86 | 17,74 | 18,48 | |
| EBITA-Marge | 1,6% | 6,6% | 7,0% | 7,7% | 8,3% | 8,7% | 9,0% | 9,2% | 8,0% |
| Steuern auf EBITA | -0,66 | -3,43 | -3,79 | -4,29 | -4,72 | -5,06 | -5,32 | -5,54 | |
| zu EBITA | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| EBI (NOPLAT) | 1,54 | 8,01 | 8,85 | 10,00 | 11,02 | 11,80 | 12,42 | 12,94 | |
| Kapitalrendite | 4,7% | 28,6% | 34,2% | 43,5% | 54,3% | 64,2% | 72,5% | 79,1% | 72,5% |
| Working Capital (WC) | 3,00 | 5,00 | 5,00 | 5,41 | 5,52 | 5,63 | 5,74 | 5,86 | |
| WC zu Umsatz | 2,2% | 2,9% | 2,8% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | 2,9% | |
| Investitionen in WC | 1,01 | -2,00 | 0,00 | -0,41 | -0,11 | -0,11 | -0,11 | -0,11 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 25,00 | 20,90 | 18,00 | 14,90 | 12,85 | 11,50 | 10,60 | 10,01 | |
| AFA auf OAV | -6,10 | -6,10 | -6,10 | -6,10 | -5,05 | -4,35 | -3,90 | -3,59 | |
| AFA zu OAV | 24,4% | 29,2% | 33,9% | 33,9% | 33,9% | 33,9% | 33,9% | 33,9% | |
| Investitionen in OAV | -2,40 | -2,00 | -3,20 | -3,00 | -3,00 | -3,00 | -3,00 | -3,00 | |
| Investiertes Kapital | 28,00 | 25,90 | 23,00 | 20,31 | 18,37 | 17,13 | 16,34 | 15,87 | |
| EBITDA | 8,30 | 17,54 | 18,74 | 20,39 | 20,80 | 21,21 | 21,64 | 22,07 | |
| Steuern auf EBITA | -0,66 | -3,43 | -3,79 | -4,29 | -4,72 | -5,06 | -5,32 | -5,54 | |
| Investitionen gesamt | -4,69 | -7,30 | -6,50 | -6,71 | -6,41 | -6,41 | -6,41 | -6,41 | |
| Investitionen in OAV | -2,40 | -2,00 | -3,20 | -3,00 | -3,00 | -3,00 | -3,00 | -3,00 | |
| Investitionen in WC | 1,01 | -2,00 | 0,00 | -0,41 | -0,11 | -0,11 | -0,11 | -0,11 | |
| nicht liquiditätswirksame Effekte | -3,30 | -3,30 | -3,30 | -3,30 | -3,30 | -3,30 | -3,30 | -3,30 | |
| Freie Cashflows | 2,95 | 6,81 | 8,45 | 9,39 | 9,67 | 9,75 | 9,90 | 10,11 | 176,16 |

| | | |
|-------------------------------------|--------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 146,80 | 152,25 |
| Barwert expliziter FCFs | 46,29 | 43,35 |
| Barwert des Continuing Value | 100,51 | 108,89 |
| Nettoschulden (Net debt) | -5,83 | -11,96 |
| Wert des Eigenkapitals | 152,63 | 164,21 |
| Fremde Gewinnanteile | -1,16 | -1,25 |
| Wert des Aktienkapitals | 151,47 | 162,96 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 8,37 | 8,37 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 18,10 | 19,47 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 1,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,34 |
| Eigenkapitalkosten | 8,3% |
| Zielgewichtung | 100,0% |
| Fremdkapitalkosten | 3,0% |
| Zielgewichtung | 0,0% |
| Taxshield | 26,4% |
| WACC | 8,3% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 7,3% | 7,8% | 8,3% | 8,8% | 9,3% |
| 52,5% | 16,98 | 15,73 | 14,69 | 13,81 | 13,06 |
| 62,5% | 19,14 | 17,65 | 16,40 | 15,34 | 14,44 |
| 72,5% | 21,30 | 19,56 | 18,10 | 16,87 | 15,82 |
| 82,5% | 23,46 | 21,47 | 19,81 | 18,40 | 17,20 |
| 92,5% | 25,62 | 23,38 | 21,51 | 19,93 | 18,58 |

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 anderen 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>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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>

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (5a,6a,11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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) a) 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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, 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



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