



Researchstudie (Anno)

cenit

CENIT AG Systemhaus

Stand 07.04.2009

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

07.04.09

CENIT AG Systemhaus*5

KAUFEN

Fairer Wert:
6,08 €

07. April 2009

Kurs zum 06.04.2009,
17:20 Uhr, XETRA:
2,95 €

Letztes Rating
(Kursziel):

KAUFEN (7,25 €)

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

CENIT AG Systemhaus
Fabian Rau
Industriestraße 52-54
70565 Stuttgart

Tel.: 0711 7825 3185
Fax.: 0711 782544 4185

E-Mail: aktie@cenit.de

Web: www.cenit.de

* Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S. 19

Unternehmensprofil:

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Software-
spezialist für die Optimierung von
Geschäftsprozessen

Mitarbeiter: 721 (Stand: 31.12.08)

Firmensitz: Stuttgart, D

Gründung: 1988

Vorstand: Herr Kurt Bengel,
Herr Christian Pusch

WKN: 540710

ISIN: DE0005407100

Börsenkürzel: CSH

Anzahl Aktien: 8,368 Mio.

Marktkap.: 24,18 Mio. €

Streubesitz: 64 %

52 W Hoch: 8,61 €

52 W Tief: 2,41 €

Durchs. Tagesvolumen: 110.844 €

540710 CSH, Tageschart [Close] - 07.04.2008 - 06.04.2009 - 2,95



In Mio. €	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	77,06	83,36	83,25	85,74
EBITDA	9,45	6,19	5,87	6,87
EBIT	8,36	4,78	4,47	5,37
Jahresüberschuss	6,09	3,33	3,45	4,10
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,73	0,40	0,41	0,49
Dividende je Aktie	0,50	0,00	0,25	0,30
In %				
EBITDA-Marge	12,28 %	7,41 %	7,05 %	8,02 %
EBIT-Marge	10,87 %	5,72 %	5,37 %	6,27 %
Dividendenrendite	16,95 %	0,00 %	8,47 %	10,17 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,09	0,14	0,14	0,14
EV/EBITDA	0,70	1,94	2,04	1,74
ROE	23,26 %	13,14 %	13,59 %	13,65 %
KGV	4,05	7,40	7,16	6,03
KBV (Basis EK zum 31.12.2008)		0,97		

Highlights:

- Value Added Reseller-Partnerschaft mit Dassault Systèmes sorgt für Umsatzschub
- Airbus-Großauftrag macht sich seit dem 2. HJ 2008 positiv bemerkbar
- Dividende aus strategischen Gründen zur Wahrung der soliden Bilanzrelationen ausgesetzt
- Ausblick auf stabiles Geschäft in 2009
- Kursziel von 7,25 € auf 6,08 € gesenkt - Kurspotenzial bleibt hoch

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur.....	4

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	5
SWOT-Analyse CENIT AG Systemhaus.....	6

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2008.....	8
Umsatzentwicklung.....	8
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	11
Prognose und Modellannahmen.....	12
Umsatzprognosen.....	12
Ergebnisprognosen.....	12

Bewertung/ Fazit

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

Anhang

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

Unternehmen

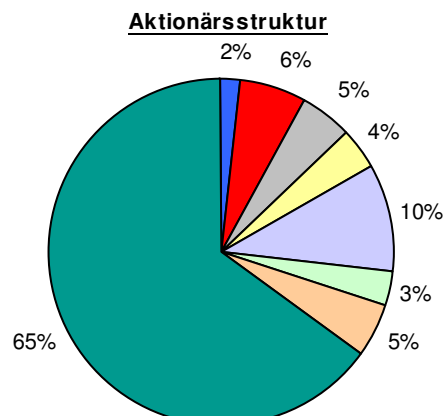
Profil

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

Die Kunden des Stuttgarter Unternehmens stammen hauptsächlich aus der Automobilbranche, der Luft- und Raumfahrt sowie dem Maschinenbau. Über den EIM-Bereich ist auch der Finanzsektor mit Versicherungen und Banken eine wichtige Zielbranche. Neben dem deutschen Stammsitz in Stuttgart ist das Unternehmen auch in anderen deutschen Großstädten vertreten. Auslandsniederlassungen befinden sich neben Frankreich, Rumänien und der Schweiz auch in den USA. Derzeit beschäftigt das Unternehmen über 700 Mitarbeiter.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Aufsichtsrat	2 %
dit, Allianz Dresdner Global Investors	6 %
UBS	5 %
BW VA für Ärzte	4 %
BW Invest	10 %
Highclere	5 %
Axxion	3 %
Freefloat	65 %
Summe	100 %



Quelle: CENIT, GBC

Markt und Marktumfeld

Der internationale IT-Markt wird trotz der konjunkturellen Probleme auch im Jahr 2009 eine wachsende Tendenz aufweisen können. Davon geht der Branchenverband BITKOM aus. In 2009 rechnet der Verband mit einem weltweiten Anstieg des Marktvolumens auf 983 Mrd. €, was einem Wachstum von circa 2,7 % entspricht.

Wie die BITKOM unter Berufung auf den europäischen Technologie-Informationssdienst EITO mitteilte, sollen insbesondere Anbieter von Software und IT-Services weiterhin kräftig zulegen können. Die Umsatzerlöse der Unternehmen aus diesem Bereich sollen in 2009 weltweit voraussichtlich um 3,4 % auf 677 Mrd. € steigen. Langsamer wird dagegen die Entwicklung des Hardware-Marktes erwartet. Hier gehen die Experten nur von einem Wachstum in Höhe von 1,3 % auf 305 Mrd. € aus. Wachstumsmotoren für diese weiterhin solide Entwicklung sind gemäß EITO Schwellenländer wie China, Indien und Russland, die noch Nachholbedarf beim Ausbau ihrer IT-Infrastruktur haben.

Aber auch in Westeuropa inklusive Deutschland sollte das Thema IT-Investitionen weiterhin höchst aktuell bleiben, gerade in Krisensituationen wie derzeit. Der Einsatz von verbesserter Informationstechnologie kann die Abläufe im Unternehmen optimieren und dazu beitragen, effizienter zu arbeiten. Für Westeuropa geht die EITO von einem Marktwachstum des gesamten IT-Bereiches von 2,0 % aus, also leicht unter dem weltweiten Wachstum. Dagegen geht die EITO davon aus, dass der Teilbereich Software und IT-Services auch in Westeuropa überproportional wachsen wird. Die Prognose beläuft sich dabei auf eine Steigerung um 3,2 % auf ein Gesamtmarktvolumen von 228 Mrd. €.

Auch die Marktforscher von IDC sehen für das Jahr 2009 ein weiteres Wachstum des Marktes für IT-Services. Dieses sollte durch die eingetrübte Konjunktur aus IDC-Sicht jedoch etwas zurückhaltender ausfallen. IDC geht davon aus, dass der IT-Markt in 2009 nur um 0,5 % wachsen wird. Dabei ist aber vor allem der Hardware-Bereich entscheidend betroffen. Hier erwartet man nämlich einen Rückgang um 3,6 %. Bei den Ausgaben für Software und IT-Services erwartet IDC dagegen eine gute Steigerung um 3,4 %. Gestützt werde der Markt laut den Experten vor allem dadurch, dass Unternehmen nun verstärkt alternative und preislich attraktive Bezugsmodelle von Hard- und Software suchen.

Auch glaubt IDC an ein indirektes Profitieren der IT-Branche von den Konjunkturpaketen der Regierungen. Zwar fließen diese Mittel zunächst nicht direkt in den IT-Markt, jedoch werden die positiven Wirkungen dann zu spüren sein, wenn die Konjunktur wieder etwas anspringt. In diesem Fall ist dann davon auszugehen, dass der IT-Markt überproportional zulegen kann.

SWOT - ANALYSE CENIT AG Systemhaus

Stärken

- Hohe Eigenkapitalquote
- Hoher Bestand an liquiden Mitteln eröffnet Handlungsspielraum für Investitionen und sichert finanzielle Unabhängigkeit
- Starke Expertise in den Bereichen Automotive, Luft- und Raumfahrt sowie Finanzdienstleistungen
- Auch in schwierigen Jahren wie 2008 generiert CENIT einen positiven Cash-Flow

Schwächen

- Abhängigkeit von großen Partnern wie SAP, IBM und Dassault Systèmes
- Hohe Abhängigkeit von Kernkunden wie EADS oder Allianz
- Volatilität der Umsatzerlöse durch Großprojekte
- Geringe Visibilität der zukünftigen Auftragseingänge

Chancen

- IT-Markt für Software und Services wird auch in 2009 weiter wachsen
- Starke Marktstellung bei mittleren und großen Kunden
- Kooperation über Joint Venture mit Mitbewerbern erhöht Chancen auf Gewinnung großer Auftragsvolumina von EADS
- Stärkung des Vertriebs eigener Softwarelösungen könnte starke positive Margeneffekte hervorrufen

Risiken

- Abhängigkeit des Absatzerfolges von großen Partnern wie SAP, IBM und Dassault Systèmes
- Anhaltend konjunkturelle Schwächephase könnte auch in der IT-Branche zu sinkenden Marktvolumina führen
- Zukünftiges anorganisches Wachstum könnte Integrationsbelastungen mit sich bringen
- Hohe Abhängigkeit von der Fertigungsindustrie könnte zu Umsatzeinbrüchen bei konjunkturellen Schwankungen in dieser Branche führen

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006	in %	GJ 2007	in %	GJ 2008	in %	GJ 2009e	In %	GJ 2010e	In %
Umsatzerlöse	82,36	99,55 %	77,06	100,11 %	83,36	99,75 %	83,25	100,00 %	85,74	100,00 %
Bestandsveränderung	0,37	0,45 %	-0,09	-0,11 %	0,21	0,25 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Gesamtleistung	82,73	100,00 %	76,97	100,00 %	86,57	100,00 %	83,25	100,00 %	85,74	100,00 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,62	0,75 %	0,60	0,78 %	0,79	0,94 %	0,60	0,72 %	0,60	0,70 %
Materialaufwand	-24,36	-29,45 %	-19,13	-24,85 %	-23,25	-27,82 %	-23,08	-27,27 %	-23,32	-27,20 %
Rohertrag	58,99	71,30 %	58,44	75,93 %	61,10	73,12 %	60,77	73,00 %	63,02	73,50 %
Personalaufwand	-34,63	-41,85 %	-35,15	-45,67 %	-38,77	-46,39 %	-39,50	-47,45 %	-40,50	-47,23 %
Abschreibungen	-0,96	-1,16 %	-1,09	-1,41 %	-1,41	-1,69 %	-1,40	-1,68 %	-1,50	-1,75 %
sonstige betriebliche Aufwendungen	-13,22	-15,98 %	-13,84	-17,98 %	-16,15	-19,32 %	-15,40	-18,50 %	-15,65	-18,25 %
Zinsergebnis	-0,15	-0,18 %	0,60	0,78 %	0,48	0,57 %	0,60	0,72 %	0,65	0,76 %
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,03	12,13 %	8,97	11,65 %	5,26	6,29 %	5,07	6,09 %	6,02	7,02 %
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,63	-16,25 %	-2,85	-31,77 %	-1,92	-36,50 %	-1,62	-32,00 %	-1,93	-32,00 %
Jahresfehlbetrag/-überschuss	8,40	10,16 %	6,12	7,95 %	3,33	3,99 %	3,45	4,14 %	4,10	4,78 %
Minderheitenanteile	-0,03	-0,04 %	-0,03	-0,03 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Auf die Aktionäre der Cenit AG entfallendes Ergebnis	8,37	10,12 %	6,09	7,91 %	3,33	3,99 %	3,45	4,14 %	4,10	4,78 %
EBITDA	11,14		9,45		6,19		5,87		6,87	
in %	13,47 %		12,28 %		7,41 %		7,05 %		8,02 %	
EBIT	10,19		8,36		4,78		4,47		5,37	
in %	12,31 %		10,87 %		5,72 %		5,37 %		6,27 %	
Ergebnis je Aktie in €	1,00		0,73		0,40		0,41		0,49	
Dividende je Aktie in €	0,50		0,50		0,00		0,25		0,30	
Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS	Bilanzstichtag: 31.12.2006		Bilanzstichtag: 31.12.2007		Bilanzstichtag: 31.12.2008					
Operatives Anlagevermögen	1,614		2,062		4,005					
Working Capital	5,513		6,056		8,650					
Nettoverschuldung	-17,177		-18,059		-12,709					
Zinsbare Verbindlichkeiten	1,480		0,256		0,516					
Finanzvermögen	18,657		18,315		13,225					
Eigenkapitalquote in %	62,0		71,5		64,4					
Gezeichnetes Kapital	8,368		8,368		8,368					
Aktienanzahl	8,368		8,368		8,368					
Bilanzsumme	39,210		36,610		39,414					

Geschäftsentwicklung 2008

Umsatzentwicklung

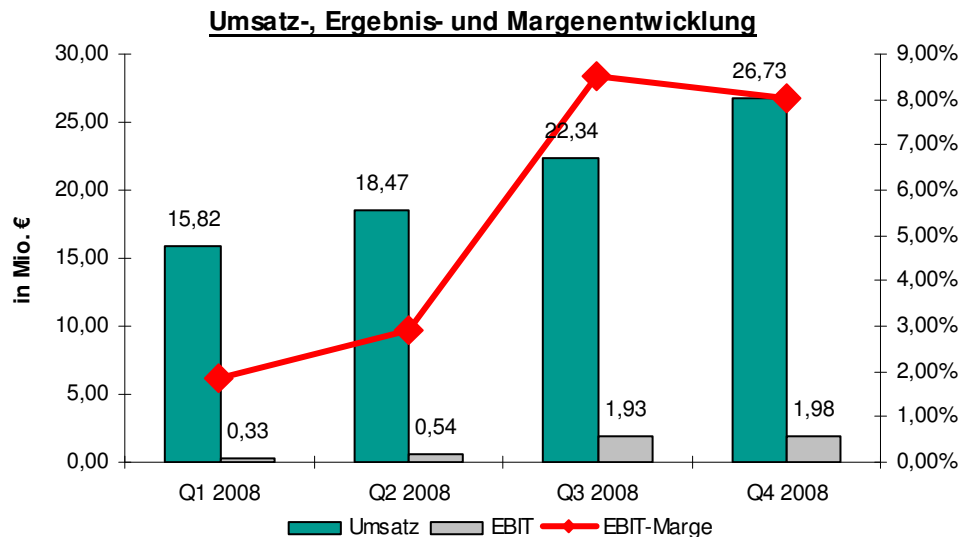
	GJ 2007	Umsatzanteil	GJ 2008	Umsatzanteil	Veränderung
CENIT Software	9,18	11,91%	9,25	11,10%	+0,76 %
Fremdsoftware	12,60	16,35%	18,47	22,16%	+46,59 %
Beratung/ Services	46,60	60,47%	52,56	63,05%	+12,79 %
Hardware	8,68	11,26%	3,08	3,69%	-64,52 %
Gesamt	77,06	100,00%	83,36	100,00%	+8,18 %
PLM	48,55	63,00%	57,96	69,53%	19,38 %
EIM	28,51	37,00%	25,40	30,47%	-10,91 %
Gesamt	77,06	100,00%	83,36	100,00%	+8,18 %

Nach dem enttäuschenden ersten Halbjahr, in dem ein Umsatzrückgang von 8,3 % verzeichnet wurde, hatte die CENIT die Umsatzerwartungen für 2008 zurück genommen. Das zunächst erwartete Wachstum wurde auf ein Umsatzvolumen von 75 Mio. € korrigiert. Im zweiten Halbjahr kam es dann jedoch zu einer deutlichen Belebung des Geschäfts. Hierbei trug zum einen der im Juli 2008 verspätet gestartete Großauftrag von Airbus bei, als auch die deutlich höheren Umsatzerlöse mit Fremdsoftware. Diese kamen durch die Umstellung der Dassault Systèmes von einem provisionsgetriebenen Geschäftsmodell auf ein Value Added Reseller Partnergeschäft zu Stande. Hinter den Erwartungen zurück blieb das Eigensoftwaregeschäft, das mit 9,25 Mio. € absolut gesehen ein wenig mehr zu den Gesamtumsatzerlösen beitrug wie im Vorjahr. Die Investitionszurückhaltung der Kunden machte sich hierbei bemerkbar. Der Bereich Hardware ist planmäßig rückläufig, nachdem der margenschwache Geschäftsbereich aufgegeben wurde. Insgesamt steigerte die CENIT die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2008 über das zur Jahresmitte prognostizierte Niveau, um 8,2 % auf 83,36 Mio. €.

Auch regional verlief die Entwicklung dabei gut. In allen drei wichtigen Regionen, Deutschland, Nordamerika und Schweiz, wurden Steigerungen der Umsätze erzielt, wobei die Schweiz besonders heraussticht. Dort kletterten die Umsatzerlöse von 1,61 Mio. € um 79,8 % auf 2,89 Mio. €. Verantwortlich für diesen Umsatzschub war das besonders starke IBM FileNet-Geschäft. Unwesentliche Umsatzbeiträge lieferten weiterhin die jungen Tochtergesellschaften in Rumänien und Frankreich. Die zum Jahresbeginn erworbene CAD Scheffler GmbH trug im ersten Halbjahr einen Umsatz von 2,40 Mio. € bei.

Ergebnisentwicklung

Nach neun Monaten 2008 lag die Rohertragsmarge noch bei knapp 76,1 %. Im vierten Quartal wurden dann noch einmal Vorleistungen für den Airbus-Auftrag erbracht, was dazu führte, dass die Rohmarge im letzten Quartal mit 66,1 % deutlich unter dem Niveau der Vorquartale lag. Auf Ganzjahressicht belief sich die Rohmarge damit auf 73,1 %. Auch die Umstellung von Dassault Systèmes auf das Value Added Reseller Partnergeschäft trug im vierten Quartal zu dem Rohmargenrückgang bei. Absolut wurde eine Steigerung des Rohertrages um 4,5 % auf 61,10 Mio. € erreicht.



Quelle: CENIT, GBC

Kostenseitig machte sich vor allem der starke Mitarbeiteraufbau bemerkbar. Im Geschäftsjahr 2008 wurden 85 neue Mitarbeiter eingestellt. Davon entfallen 21 auf die erworbene CAD-Scheffler. Allein im Rahmen des Airbus-Großauftrages sind über 100 Mitarbeiter im Einsatz und werden speziell geschult. Entsprechend kletterten die Personalaufwendungen kräftig um 10,3 % auf 38,77 Mio. €. Die Personalkostenquote erhöhte sich vor allem auf Grund der Unterauslastung im ersten Halbjahr leicht um 0,7 % auf 46,4 % der Gesamtleistung.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verzeichneten ebenfalls einen kräftigen Anstieg von 13,84 Mio. € auf 16,15 Mio. €. Damit verlief die Steigerung deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen. Zurückzuführen ist dies unter anderem auf die erhöhten Kosten für Personalakquise, Schulungen und Fortbildung sowie Beratungskosten für die Übernahme der CAD Scheffler.

Das EBITDA verringerte sich im Zuge der Mehrbelastungen in 2008 um 34,5 % auf 6,19 Mio. €. Gleichzeitig war die Marge von 12,3 % auf 7,4 % rückläufig.

Bei den Abschreibungen war in 2008 eine Steigerung von 1,09 Mio. € um 0,32 Mio. € auf 1,41 Mio. € festzustellen. Der Anstieg ist im Wesentlichen (0,20 Mio. €) auf die Übernahme der CAD Scheffler zurückzuführen. Im Rahmen der Übernahme wurde ein Kundenstamm in Höhe von 1,39 Mio. € mit übernommen, der nun über 7 Jahre abgeschrieben wird. Weitere Investitionen wurden über laufende Ersatzinvestitionen hinaus nicht getätigt.

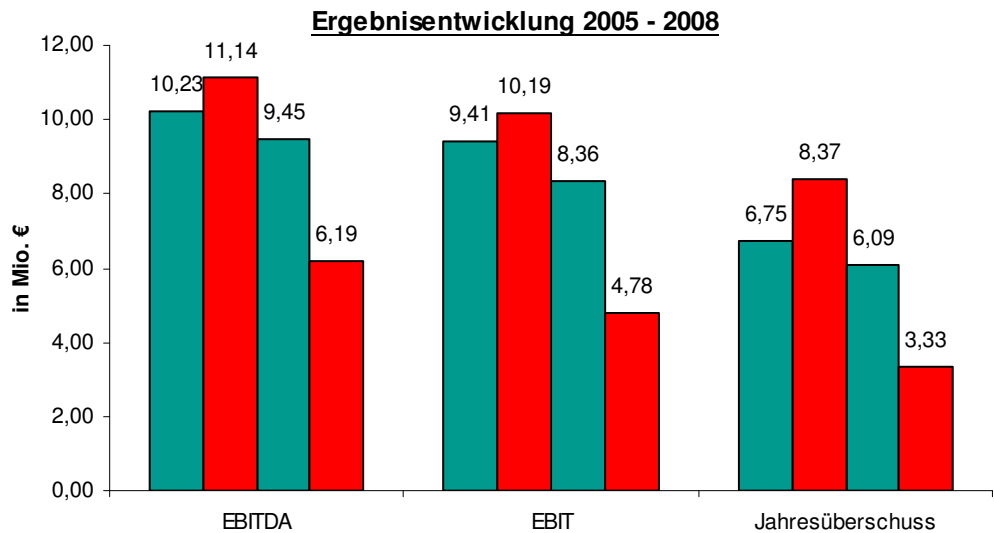
Beim EBIT ist der Rückgang gegenüber dem Vorjahr entsprechend den gestiegenen Abschreibungen noch etwas stärker. Die Ergebniskennzahl sank um 42,9 % auf 4,78 Mio. €. Auch bei den Ergebnissen ist zu konstatieren, dass vor allem das schwache erste Halbjahr für den Rückgang auf Gesamtbasis verantwortlich war. Im dritten und vierten Quartal wurden deutlich höhere EBIT-Werte erzielt, welche die absoluten Werte der Vorjahresquartale jeweils sogar überschritten und annähernd die Margenniveaus der Vorjahresquartale erreichten.

Insgesamt lag die EBIT-Marge in 2008 bei 5,7 %, nach 10,9 % im Vorjahr. Zum Halbjahr wurde ein Ziel-EBIT von 4,00 Mio. € bis 4,50 Mio. € bekannt gegeben, nachdem zuvor eine Steigerung der Ergebnisse gegenüber 2007

angepeilt worden war. Die reduzierte Prognose wurde damit schließlich übertroffen, was vor dem Hintergrund des schwachen ersten Halbjahres sehr erfreulich ist.

Das Zinsergebnis fiel gegenüber dem Vorjahr leicht reduziert aus. Nach 0,60 Mio. € im Vorjahr, lag dieses in 2008 bei 0,48 Mio. €. Hauptursache waren Zinsaufwendungen für betriebliche Steuern in Höhe von 0,11 Mio. €. Diese wurden fällig auf Grund der Auflösung von Ertragssteuerverbindlichkeiten im Zuge einer Steuernachzahlung in Höhe von 0,78 Mio. €. Die Auflösung erhöhte gleichzeitig den Steueraufwand, so dass die effektive Steuerquote auf 36,6 % kletterte, nachdem sie im Vorjahr bei 31,8 % lag.

Das den Aktionären der CENIT zurechenbare Konzernergebnis fiel damit deutlich niedriger aus als im Vorjahr. Von 6,09 Mio. € im Geschäftsjahr 2007 reduzierte sich der Wert auf 3,33 Mio. €. Minderheitenanteile bestehen durch den Erwerb der restlichen 10 % an der CENIT (Schweiz) AG im Jahr 2008 nicht mehr.



Quelle: CENIT, GBC

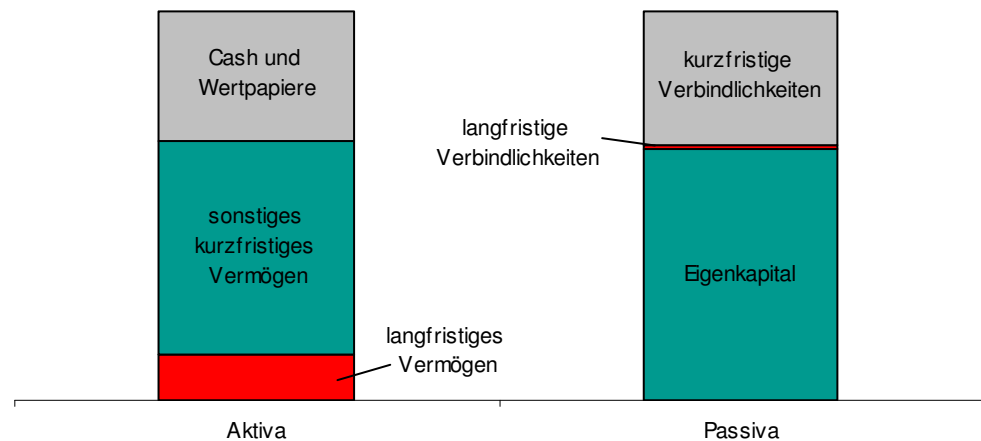
Insgesamt betrachtet sind wir mit dem erzielten Ergebnis für das Geschäftsjahr 2008 zufrieden, da sich das zweite Halbjahr über den Erwartungen entwickelte und ein Teil des schwachen ersten Halbjahres aufgeholt werden konnte.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Das bilanzielle Bild hat sich insgesamt gegenüber dem Vorjahr wenig verändert. Auf der Passivseite bildet nach wie vor das Eigenkapital die maßgebliche Größe. Mit 25,36 Mio. € Eigenkapital ergibt sich, bei einer um 2,80 Mio. € verlängerten Bilanzsumme von 39,41 Mio. €, eine Eigenkapitalquote in Höhe von 64,4 %. Damit ist gegenüber dem Vorjahreswert von 71,5 % ein leichter Rückgang zu verzeichnen.

Darüber hinaus befinden sich nach wie vor keinerlei Bankverbindlichkeiten in der Bilanz der CENIT. Auch langfristige Verbindlichkeiten weist die Bilanz kaum auf. Lediglich latente Steuern in Höhe von 0,52 Mio. € sind als langfristig klassifiziert. Die knappe Verdopplung der Position gegenüber dem Vorjahr resultiert aus der Übernahme der CAD Scheffler und der damit verbundenen Abschreibungen auf den Kundenstamm. Diese werden in Handels- und Steuerbilanz differenziert behandelt und daher passiviert.

Bilanzstruktur



Quelle: CENIT, GBC

Auf der Aktivseite erhöhten sich die langfristigen Vermögenswerte um 1,89 Mio. € auf 4,59 Mio. €, was überwiegend im Zusammenhang mit der Übernahme der CAD Scheffler zu sehen ist. Unter anderem wurde hier ein Kundenstamm mit einem Wert von 1,39 Mio. € angesetzt.

Des Weiteren ist die Liquiditätssituation der CENIT AG noch immer sehr komfortabel. Insgesamt verfügt das Unternehmen noch über liquide Mittel und Wertpapiere von 13,23 Mio. €. Zudem stehen Kreditlinien in Höhe von 2,41 Mio. € zur Verfügung, die derzeit nicht in Anspruch genommen sind. Die liquiden Mittel machen damit 33,6 % der Bilanzsumme aus und decken knapp 60 % der Marktkapitalisierung ab. Auch wenn der Cashbestand gegenüber dem Jahresende 2007 um 5,09 Mio. € abgenommen hat, ist die Liquiditätsausstattung der CENIT weiterhin hervorragend. Dabei ist auch zu bedenken, dass sich die Anschaffungskosten für die CAD Scheffler GmbH auf 2,47 Mio. € belaufen.

Der Cash-Flow aus dem operativen Geschäft war trotz des schwächeren Jahresergebnisses mit 2,48 Mio. € noch deutlich positiv. Im Vorjahr fielen 5,39 Mio. € an. Die Dividendenaussetzung für das Jahr 2008 dient der Wahrung solider Bilanzrelationen, da Kunden derzeit, vor dem Hintergrund der konjunkturellen Lage, verstärkt auf Partner mit starken Bilanzen setzen. Dies könnte ein Vorteil der CENIT bei der Neukundengewinnung in 2009 sein. Im kommenden Jahr soll dann die Dividendenzahlung bei entsprechendem Geschäftsverlauf wieder aufgenommen werden.

Prognose für die Unternehmensentwicklung

Umsatzprognosen

in Mio. €	2007	in %	2008	in %	2009e	in %	2010e	in %
Cenit Software	9,18	11,91 %	9,25	11,10 %	9,57	11,50 %	10,29	12,00 %
Fremdsoftware	12,60	16,35 %	18,47	22,16 %	19,56	23,50 %	20,58	24,00 %
Beratung/ Services	46,60	60,47 %	52,56	63,05 %	54,11	65,00 %	54,88	64,00 %
Hardware	8,68	11,26 %	3,08	3,69 %	0,00	0,00 %	0,00	0,00 %
Gesamt	77,06	100,00 %	83,36	100,00 %	83,25	100,00 %	85,74	100,00 %

Für das Geschäftsjahr 2009 gehen wir von konstanten Umsatzerlösen in Höhe von 83,25 Mio. € aus. Während die Automobilindustrie zumindest im ersten Halbjahr weiterhin zurückhaltend agieren dürfte, sollte in 2009 erstmalig der Umsatzeffekt aus dem Airbus-Großauftrag ganzjährig wirken. Wir rechnen mit einem Umsatzbeitrag von 12 bis 15 Mio. €. Auch die Value Added Reseller-Partnerschaft mit Dassault Systèmes, bei der CENIT inzwischen größter Partner ist, sollte umsatzstabilisierend wirken. Beide Effekte sollten nach unserer Einschätzung den Rückgang aus den anderen Bereichen abfedern. Unsere bisherigen Umsatzschätzungen für 2009 von 78,75 Mio. € gemäß unserer Studie vom 07.11.2008 korrigieren wir damit nach oben.

Entsprechend gehen wir von einer weiterhin leichten Steigerung des PLM-Anteils auf nunmehr 71,0 % aus. Zudem rechnen wir in 2009 mit einer nur leichten Belebung des Eigensoftwaregeschäfts, was auf die konjunkturellen Umstände zurückzuführen ist. Der Eigensoftwareanteil sollte daher nur einen leichten Anstieg auf 11,5 % erfahren. Das aufgegebene Hardwaregeschäft wird in 2009 keine bzw. nur noch vernachlässigbar niedrige Umsatzerlöse beitragen.

In 2010 erwarten wir dann eine vorsichtige Belebung der Umsatzerlöse und gehen von einer Steigerung um 3 % auf 85,74 Mio. € aus. Dabei sehen wir bei beiden Geschäftsbereichen, PLM und EIM, gleich gute Wachstumschancen. Auch der Eigensoftwarehandel sollte in 2010 weiter an Umsatzanteil gewinnen.

Ergebnisprognosen

Bei den Ergebnisprognosen für 2009 nehmen wir gegenüber unserer Studie vom 07.11.2008 ebenfalls Anpassungen vor. Wir gehen auf Grund der aktuell herrschenden konjunkturellen Unsicherheiten aber sehr konservativ vor.

So erwarten wir in 2009 zunächst keinen Anstieg der Rohertragsmarge. Der Verkauf der Dassault Systèmes Software im Rahmen der Value Added Reseller-Partnerschaft ist zunächst vergleichsweise margenschwach, was sich im Zeitverlauf durch Wartungs- und Servicedienstleistungen wieder ausgleichen sollte. Daher rechnen wir in 2010 dann wieder mit einer steigenden Rohmarge.

Dennoch sollte es der CENIT möglich sein, die Ergebnisse etwa auf den Niveaus von 2008 zu halten. Beim EBITDA gehen wir davon aus, dass in 2009 5,87 Mio. € erreicht werden, nach 6,19 Mio. € in 2008. Die Marge würde damit leicht auf 7,1 % rückläufig sein. Die relative Ergebnisstabilität gegenüber 2008 erklärt sich durch Kostenentlastungen, vor allem im personalrelevanten

Bereich. Zum Einen erwarten wir nur noch einen leichten Anstieg der Personalaufwendungen auf dann 39,50 Mio. €. Zum Anderen werden die hohen Personalakquisitionskosten in 2009 nicht mehr in dem Maße anfallen, da der Mitarbeiteraufbau weitestgehend beendet sein sollte. In 2009 soll nur noch ein projektgeschäftsbezogener Personalaufbau stattfinden.

Im Bereich der sonstigen betrieblichen Aufwendungen entfallen in 2009 die Schulungen der Mitarbeiter, die in 2008 in Vorbereitung auf den Airbus-Großauftrag anfielen. Insgesamt sollten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen nach unserer Einschätzung damit in 2009 um rund 0,75 Mio. € rückläufig sein. Die Abschreibungen sollten auf Grund der linearen Abschreibung des Kundenstammes der CAD Scheffler in Höhe von rund 0,20 Mio. € pro Jahr auf dem erhöhten Niveau von 2008 verharren. Investitionen, die über Ersatzbeschaffungen hinausgehen, erwarten wir in 2009 nicht.

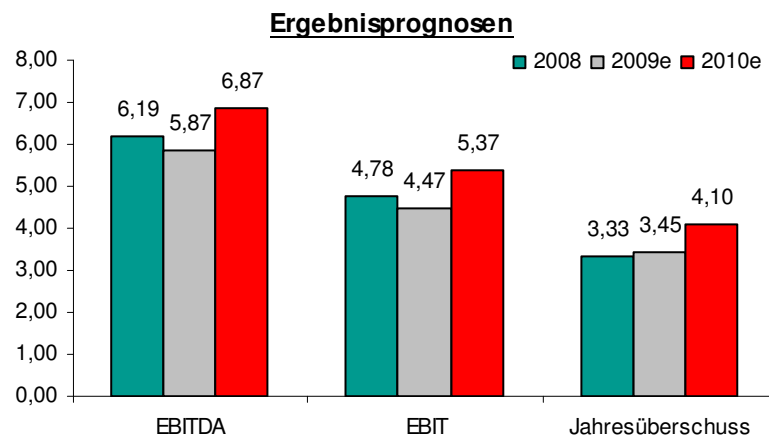
in Mio. €	2008e (GBC)	In % (GBC)	2008 (erreicht)	In % (erreicht)	2009e (alt)	In % (alt)	2009e (neu)	In % (neu)
Umsatzerlöse	75,00	100,00	83,36	100,00	78,75	100,00	83,25	100,00
Rohertrag	58,50	78,00	61,10	73,12	62,51	79,38	60,77	73,00
EBITDA	5,21	6,94	6,19	7,41	7,74	9,82	5,87	7,05
EBIT	4,01	5,34	4,78	5,72	6,44	8,17	4,47	5,37
Konzernergebnis	3,27	4,36	3,33	3,99	4,81	6,11	3,45	4,14

Quelle: GBC

Unsere bisherige EBIT-Prognose 2009 passen wir ebenfalls konservativ nach unten an. Nach zuvor 6,44 Mio. € erwarten wir nun ein EBIT von 4,47 Mio. € und damit ein Niveau nur leicht unter 2008.

Das Zinsergebnis sollte in 2009 mit 0,60 Mio. € über dem von 2008 liegen, da die Zinsbelastung aus der Steuernachzahlung nicht nochmals zum Tragen kommen wird, weshalb wir wieder von einer normalisierten effektiven Steuerquote in Höhe von 32,0 % ausgehen. Auf Grund der niedrigeren Steuerquote prognostizieren wir den Jahresüberschuss mit 3,45 Mio. € und damit 3,6 % über dem Wert in 2008.

Angesichts der erwarteten Stabilisierung des Geschäfts in der Größenordnung von 2008 und einer prognostizierten Belebung der Konjunktur im späten Jahresverlauf, dürfte CENIT für 2009 dann auch wieder eine Dividende auszahlen. Diese würde unserer Ansicht nach zunächst nicht die Niveaus der Vorjahre erreichen. Wir rechnen auf Basis unseres Szenarios mit einer Ausschüttung für 2009 in Höhe von 0,25 € pro Aktie.



Quelle: GBC

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,0 % (zuvor: 4,5 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,46 (zuvor: 1,18).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,03 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,03 % (zuvor: 11,00 %).

Kapitalkosten von
11,03 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,03 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	26,83 %
WACC	11,03 %

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	8,0%	ewige EBITA - Marge	6,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	12,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	83,25	85,74	88,32	90,97	93,69	96,50	99,40	102,38	
US Veränderung	-0,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	18,50	17,15	16,06	16,06	16,06	16,06	16,06	16,06	
EBITDA	5,87	6,87	7,08	7,30	7,51	7,74	7,97	8,21	
EBITDA-Marge	7,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
EBITA	4,47	5,37	5,58	5,65	5,81	5,99	6,17	6,35	
EBITA-Marge	5,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,43	-1,72	-1,79	-1,81	-1,86	-1,92	-1,97	-2,03	32,0%
EBI (NOPLAT)	3,04	3,65	3,80	3,84	3,95	4,07	4,19	4,32	
Kapitalrendite	24,0%	25,2%	23,7%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%	22,6%
Working Capital (WC)	10,00	11,00	11,33	11,67	12,02	12,38	12,75	13,14	
WC zu Umsatz	12,0%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	
Investitionen in WC	-1,35	-1,00	-0,33	-0,34	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,50	5,00	5,50	5,67	5,83	6,01	6,19	6,38	
AFA auf OAV	-1,40	-1,50	-1,50	-1,65	-1,70	-1,75	-1,80	-1,86	
AFA zu OAV	31,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in OAV	-1,90	-2,00	-2,00	-1,82	-1,87	-1,93	-1,98	-2,04	
Investiertes Kapital	14,50	16,00	16,83	17,34	17,86	18,39	18,94	19,51	
EBITDA	5,87	6,87	7,08	7,30	7,51	7,74	7,97	8,21	
Steuern auf EBITA	-1,43	-1,72	-1,79	-1,81	-1,86	-1,92	-1,97	-2,03	
Investitionen gesamt	-3,25	-3,00	-2,33	-2,15	-2,22	-2,29	-2,35	-2,43	
Investitionen in OAV	-1,90	-2,00	-2,00	-1,82	-1,87	-1,93	-1,98	-2,04	
Investitionen in WC	-1,35	-1,00	-0,33	-0,34	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,19	2,15	2,97	3,33	3,43	3,54	3,64	3,75	44,59
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	36,35	38,20							
Barwert expliziter FCFs	14,89	14,38							
Barwert des Continuing Value	21,46	23,82							
Nettoschulden (Net debt)	-14,50	-15,22							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	50,86	53,42							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	50,86	53,42							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,368	8,368							
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,08	6,38							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,8%
WACC	11,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
18,6%	5,99	5,77	5,58	5,41	5,26
20,6%	6,29	6,04	5,83	5,64	5,47
22,6%	6,59	6,32	6,08	5,87	5,68
24,6%	6,88	6,59	6,33	6,10	5,89
26,6%	7,18	6,86	6,58	6,32	6,10

Fazit

Das Geschäftsjahr 2008 war vor allem geprägt durch ein äußerst schwieriges erstes Halbjahr. Die Investitionszurückhaltung, vor allem aus der Automobilindustrie, schlug sich deutlich in den Umsätzen und Ergebnissen der CENIT nieder. Dies konnte im zweiten Halbjahr umsatzseitig ausgeglichen werden, so dass sogar die reduzierte, zum Halbjahr ausgegebene Prognose von 75 Mio. € übertroffen werden konnte. Der im Juli 2008 gestartete Großauftrag von Airbus sowie die Umstellung des Vertriebs von Dassault Systèmes auf Value Added Reseller-Partnerschaften führten dazu, dass zum Ende des Geschäftsjahres 2008 Umsatzerlöse in Höhe von 83,36 Mio. € zu Buche standen.

Auch ergebnisseitig gab es im zweiten Halbjahr deutliche Verbesserungen. Sowohl im dritten, als auch vierten Quartal, lag das EBIT über den Vorjahreswerten. Auf Gesamtjahresbasis konnten die Vorjahreswerte auf Grund der Unterauslastung im ersten Halbjahr, Akquisitionskosten für neues Personal sowie Schulungskosten und Vorbereitungen für den Airbus-Auftrag, nicht mehr erreicht werden. Das EBIT lag zum 31.12.2008 bei 4,78 Mio. € und damit deutlich unter dem Vorjahreswert von 8,36 Mio. €. Dennoch sind wir letztendlich mit dem Jahresergebnis zufrieden.

Der Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr 2009 bleibt schwierig. Dennoch hält das Management der CENIT Umsatzerlöse und Ergebnisse auf dem 2008er Niveau für möglich. Dabei spielt auch der erstmalig ganzjährig einfließende Airbus-Großauftrag eine stabilisierende Rolle. Auch der Wegfall der hohen Aufwendungen für die Vorbereitung dieses Auftrages sowie der in 2009 deutlich schwächer ausfallende Personalaufbau sollten dazu beitragen, das Ergebnis zu entlasten. Erste positive Effekte daraus sollten sich bereits im ersten Quartal 2009 zeigen.

Wir gehen zunächst trotzdem davon aus, dass es in 2009 nochmals zu leicht niedrigeren Ergebnisniveaus kommen könnte. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Schätzungen konservativ getroffen worden sind, um den aktuellen konjunkturellen Risiken Rechnung zu tragen. Wir behalten uns daher vor, bei entsprechendem Verlauf des Geschäfts, die Schätzungen im Laufe des Geschäftsjahres wieder anzuheben.

Aber auch auf den reduzierten Schätzniveaus weist die Aktie der CENIT AG eine sehr günstige Bewertung auf. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis beläuft sich gerade einmal auf 0,97, bei einem 2009er KGV von 7,16. Dabei sollte die Eigenkapitalrendite auch in 2009 bei deutlich über 10 % liegen, während die Eigenkapitalquote mit 64,4 % grundsolide ist. Ohnehin zeigen sich in der Bilanz keine Risiken. Es bestehen keine Bankverbindlichkeiten und ein Drittel der Bilanzsumme ist mit Cash abgedeckt. Auch die hohen Forderungen stellen kein erhöhtes Risiko dar, wenn man berücksichtigt, dass die Forderungsausfälle historisch gegen Null tendierten.

Insgesamt hat sich die CENIT AG der Automobil- und Konjunkturkrise unseres Erachtens gut entgegengestemmt und sollte auch in 2009 weiterhin gut positioniert bleiben. Die gute bilanziellen Relationen könnten sogar hilfreich sein, neue Kundenaufträge zu gewinnen und damit gestärkt aus der Krise zu gehen. Auf Grund unserer konservativen Vorgehensweise haben wir die Prognosen für 2009 dennoch gesenkt, was sich auch in einem niedrigeren Kursziel widerspiegelt. Nach einem Kursziel von zuvor 7,25 € vom 07.11.2008, sehen wir den fairen Wert nun bei 6,08 €. Vor dem Hintergrund der noch immer hohen Unterbewertung bekräftigen wir unser Rating KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Cosmin Filker, Bankkaufmann, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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