

Researchstudie (Anno)

tinorit

Umsatz– und Ergebnisprognosen übertroffen

-

Starker Ausblick auf GJ 2012

-

Kursziel angehoben

Kursziel: 9,20 €

Rating: Kaufen

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

CENIT AG ^{*5}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 9,20

aktueller Kurs: 6,55
20.4.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100

WKN: 540710

Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 54,81
EnterpriseValue³: 33,61
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 75,8 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Software

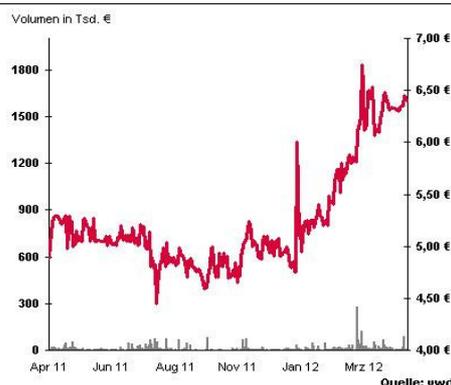
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 657 Stand: 31.12.2011

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Christian Pusch



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

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	93,17	107,84	115,00	120,75
EBITDA	5,74	8,74	9,55	10,10
EBIT	3,97	6,26	6,90	7,45
Jahresüberschuss	3,01	4,35	4,90	5,28

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,36	0,52	0,59	0,63
Dividende je Aktie	0,15	0,30	0,35	0,40

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,40	0,31	0,29	0,28
EV/EBITDA	6,53	3,85	3,52	3,33
EV/EBIT	9,45	5,37	4,87	4,51
KGV	18,22	12,59	11,19	10,38
KBV		1,70		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

10.05.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht
15.05.2012: CENIT Investor Day 2012
10.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
09.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

22.2.2012: RS / 8,00 / KAUFEN
14.2.2012: RG / 8,00 / KAUFEN
11.11.2011: RS / 8,00 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 7,50 / KAUFEN
12.8.2011: RS / 7,50 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

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

Markt und Marktumfeld

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

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2011.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	6
SWOT-Analyse CENIT AG.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8

Bewertung/ Fazit

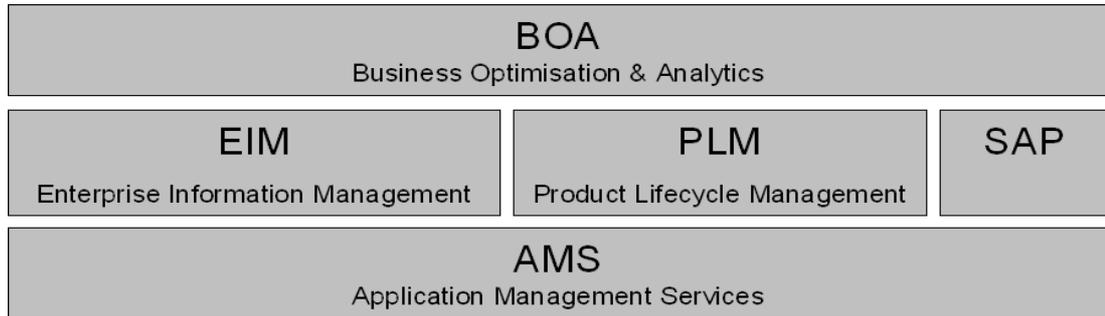
DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
Discounted Cashflow Betrachtung	11
Fazit	12

Anhang

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

Unternehmen

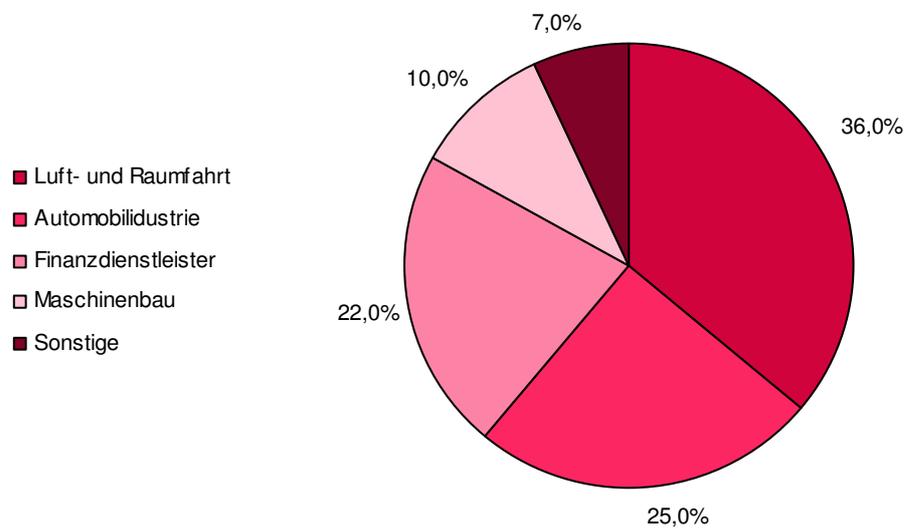
Geschäftssegmente



Quelle: CENIT, GBC

Kundenstruktur

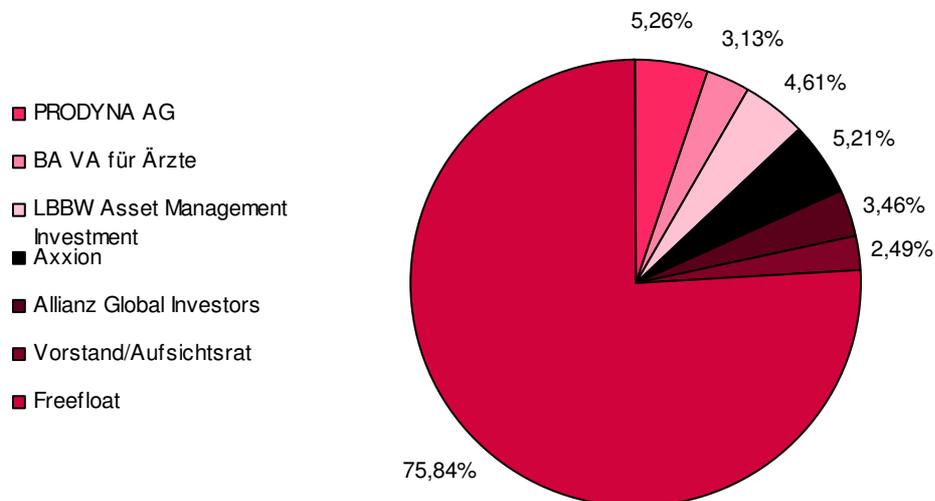
Kundenstruktur



Quelle: CENIT, GBC

Aktionärsstruktur

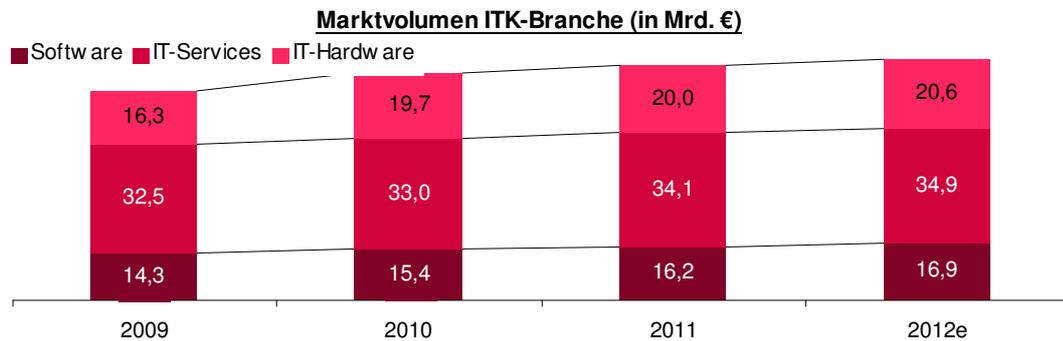
Aktionärsstruktur



Quelle: CENIT, GBC

Markt und Marktumfeld

ITK-Branche wächst 2011 um 3,1 % - Fortsetzung des Wachstumskurses in 2012



Quelle: BITKOM, EITO

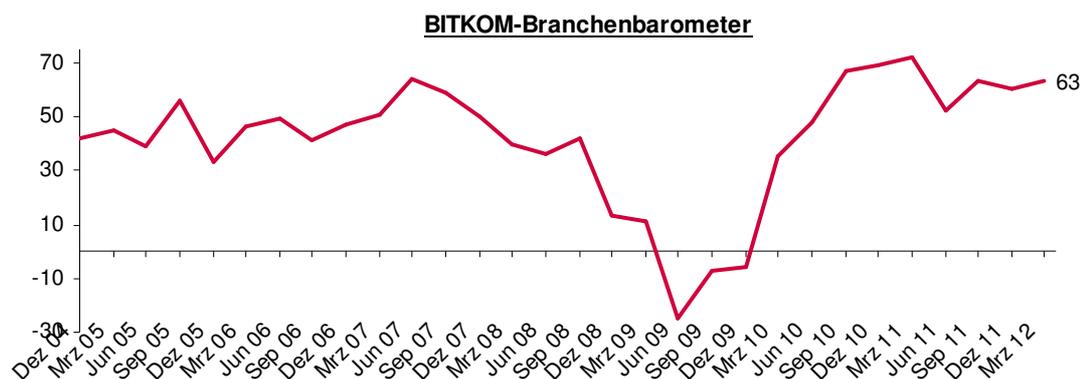
Die deutsche Branche für Informationstechnik (ITK-Branche) zeigte sich auch im Jahr 2011 in einer sehr robusten Verfassung. So konnte im Jahresverlauf ein Wachstum um 3,1 % erreicht werden. Am stärksten Gewinnen konnte dabei das Segment Software, das einen Zuwachs um 5,1 % erreichte. Auch der Bereich IT-Services legte mit 3,2 % überproportional zu.

Auch für das Jahr 2012 ist der Branchenverband BITKOM optimistisch. Gemäß den aktuellen Schätzungen vom Februar 2012 wird davon ausgegangen, dass sich auch im laufenden Jahr wieder ein Wachstum in der gleichen Größenordnung von etwa 3,1 % einstellen wird. Erneut soll dabei Software der treibende Wachstumsfaktor sein, mit einem erwarteten Zuwachs um 4,4 %. IT-Services werden sich nach den Schätzungen leicht unterproportional um 2,5 % verbessern.

Ein ähnlich optimistisches Bild zeichnet auch das BITKOM-Branchenbarometer. Über das gesamte Jahr 2011 hinweg konnte der Indikator seine hohen Notierungen, auf die er im Jahresverlauf 2010 kletterte, verteidigen. Auch im Q1 2012 bestätigte der Indikator das gute Bild und lag mit 63 Punkten nahe dem zwischenzeitlichen Höchstwert von 72 Punkten.

Diese stabile Branchenverfassung schlägt sich auch in den Umsatzzahlen der Unternehmen wieder. So haben 72 % der von BITKOM befragten Unternehmen im Q1 2012 steigende Umsatzerlöse gemeldet. Angesichts des guten Jahresstarts 2012 sind die Unternehmen der Branche zudem sehr optimistisch gestimmt, auch für das Gesamtjahr steigende Umsätze erreichen zu können. 78 % der Unternehmen der ITK-Branche gehen von diesem Szenario aus.

Wachstumstreiber der Branche werden im laufenden Jahr 2012 vor allem die neuen Technologien sein, die bereits 2011 zu Impulsen geführt haben. Zu nennen ist in diesem Zusammenhang insbesondere Cloud Computing. Aber auch die zunehmende Verbreitung von Tablet PCs und Smartphones bringen laut den Experten von BITKOM weiterhin Umsatsschübe in der Branche.



Quelle: BITKOM

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012e	in %	GJ 2013e	in %
Umsatzerlöse	93,174	100,0%	107,840	100,0%	115,000	100,0%	120,750	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,015	0,0%	-0,082	-0,1%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Gesamtleistung	93,159	100,0%	107,758	99,9%	115,000	100,0%	120,750	100,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,683	0,7%	1,162	1,1%	0,950	0,8%	0,976	0,8%
Materialaufwand	-32,690	-35,1%	-39,450	-36,6%	-42,550	-37,0%	-44,979	-37,3%
Personalaufwand	-40,742	-43,7%	-45,457	-42,2%	-47,750	-41,5%	-49,500	-41,0%
Abschreibungen	-1,776	-1,9%	-2,474	-2,3%	-2,650	-2,3%	-2,650	-2,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,669	-15,7%	-15,277	-14,2%	-16,100	-14,0%	-17,147	-14,2%
Zinsergebnis	0,162	0,2%	0,241	0,2%	0,200	0,2%	0,200	0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,127	4,4%	6,503	6,0%	7,100	6,2%	7,650	6,3%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1,118	-1,2%	-2,151	-2,0%	-2,201	-1,9%	-2,372	-2,0%
Jahresüberschuss	3,009	3,2%	4,352	4,0%	4,899	4,3%	5,279	4,4%
EBITDA	5,741		8,736		9,550		10,100	
In %	6,2 %		8,1 %		8,3 %		8,4 %	
EBIT	3,965		6,262		6,900		7,450	
in %	4,3 %		5,8 %		6,0 %		6,2 %	
Ergebnis je Aktie in €	0,36		0,52		0,59		0,63	
Dividende je Aktie in €	0,15		0,30		0,35		0,40	

Geschäftsentwicklung 2011 - Umsatz- und Ergebniswachstum übertrifft Erwartungen

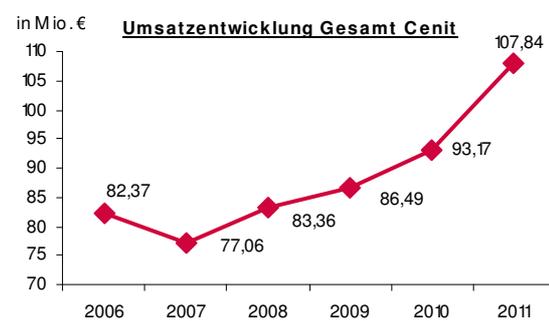
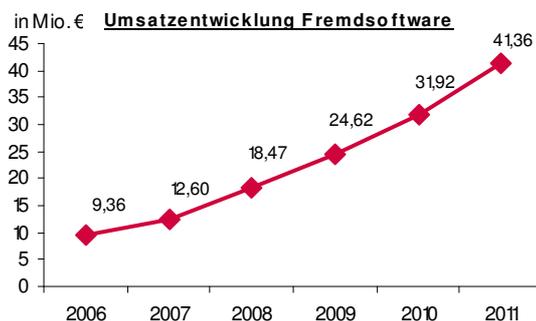
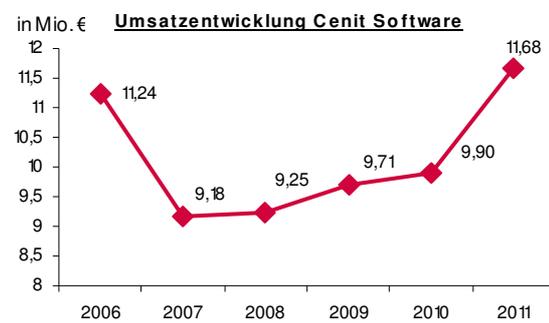
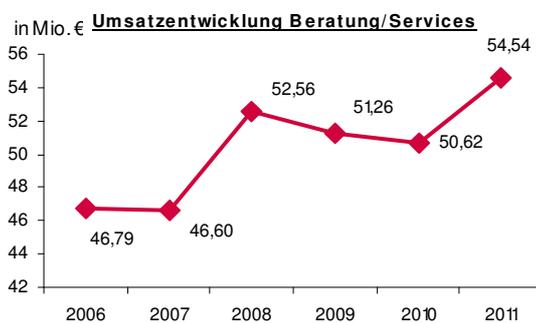
in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse (netto)	93,17	+15,7 %	107,84
EBITDA (Marge)	5,74 (6,2 %)	+52,2 % (+1,9 Pp.)	8,74 (8,1 %)
EBIT (Marge)	3,97 (4,3 %)	+57,9 % (1,5 Pp.)	6,26 (5,8 %)
Jahresüberschuss	3,01	+44,6 %	4,35
EPS in €	0,36	+44,6 %	0,52

Quelle: CENIT, GBC

Umsatzentwicklung - Steigerungen in allen wichtigen Bereichen

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 107,84 Mio. € konnte die CENIT AG unsere Prognosen für das GJ 2011 übertreffen (GBC 2011e: 106,50 Mio. €). Insbesondere die nochmals gesteigerte Dynamik im 2. HJ 2011 hat zu dieser positiven Entwicklung geführt. Damit konnte die CENIT AG ihre Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahr um 15,7 % steigern. Durch die Übernahme der Transcat PLM zum 01.06.2011 war hierin ein anorganischer Effekt in Höhe von 3,17 Mio. € enthalten. Bereinigt um den Übernahmeeffekt wäre das Wachstum bei 12,3 % und damit dennoch deutlich überproportional zum Gesamtmarkt gelegen.

Die gute Umsatzentwicklung wurde dabei von allen drei wichtigen Bereichen getragen. Der größte Zuwachs konnte jedoch im Bereich Fremdsoftware erzielt werden. Vor dem Hintergrund der Value Added-Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes legten die Umsatzerlöse mit Fremdsoftware um 29,6 % auf 41,4 Mio. € zu. Der Anteil an den Gesamtumsatzerlösen erhöhte sich gleichzeitig auf 38,4 % (2010: 34,3 %). Ebenfalls deutlich zugelegt hat der Bereich Eigensoftware, mit einem Wachstum um 17,9 %. Mit einem Umsatzanteil von 10,8 % konnte gegenüber 2010 jedoch nur ein leichter Zuwachs erreicht werden (2010: 10,6 %).



Quelle: CENIT, GBC

Regional gesehen, entwickelte sich insbesondere USA gut. Hintergrund der um 49,8 % gesteigerten Umsatzerlöse ist vor allem ein Großauftrag aus der Luftfahrtindustrie. Der Zuwachs in der Schweiz um 163,68 % ist zum Großteil auf die Akquisition der Transcat PLM AG zurückzuführen. Bereinigt um die Übernahme lag das organische Wachstum in der Schweiz jedoch noch immer bei starken 17,6 %. Beide Regionen, USA und Schweiz, steuern auf Konzernebene jeweils etwa 9 % der Umsatzerlöse bei. Der neue Standort in Japan hat im ersten Jahr seit Einrichtung noch keine Umsatzerlöse beigetragen. Jedoch wurden bereits vielversprechende Strukturen geschaffen, die in den kommenden Jahren Früchte tragen und entsprechende Umsatzbeiträge generieren sollten.

Ergebnisentwicklung - Margenverbesserung übertrifft Erwartungen

in Mio. €	Prognose GBC 2011	2011 tatsächlich	Δ 2011e/2011a
EBITDA (Marge)	7,80 (7,3 %)	8,74 (8,1 %)	+12,1 %
EBIT (Marge)	5,65 (5,3 %)	6,26 (5,8 %)	+10,8 %
Jahresüberschuss	4,05	4,35	+7,4 %

Quelle: CENIT, GBC

Ergebnisseitig konnte die CENIT AG unsere Prognosen im abgelaufenen GJ 2011 ebenfalls klar übertreffen (siehe Tabelle oben). Auch die unternehmenseigenen Ergebnisprognosen, die im Jahresverlauf 2011 zweimal angehoben wurden, wurden übertroffen. Insgesamt sind die Resultate des Jahres 2011 damit als sehr überzeugend einzuschätzen.

Weiterhin leicht rückläufig war im abgelaufenen GJ 2011 erneut die Rohertragsmarge. Mit 64,4 % lag diese nochmals 1,2 Prozentpunkte unterhalb des Vorjahresniveaus. Hintergrund dieser bereits seit mehreren Perioden anhaltenden Entwicklung ist der sich verschiebende Umsatzmix, hin zu einem erhöhten Anteil an den Fremdsoftwareumsatzerlösen. Dies ist das Resultat der Value Added Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes.

Die klar verbesserte Umsatzsituation hat zudem im Beratungsbereich zu einer Auslastung von über 90 % geführt. Dies machte sich insbesondere bei den Personalaufwendungen bemerkbar, die unterproportional zu den Umsatzerlösen kletterten. So sank die Personalkostenquote von 43,7 % im Vorjahr auf nunmehr 42,2 %. Ebenfalls durch Skaleneffekte begünstigt wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die mit 4,1 % ebenfalls merklich unterproportional zu den Umsatzerlösen anstiegen.

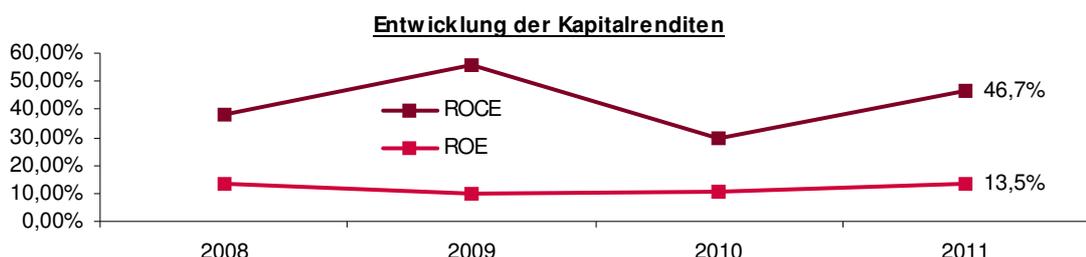
Insgesamt konnten die Ergebnismargen unterhalb der Rohertragsmarge durch die starke Wirkung der erzielten Skaleneffekte gesteigert werden und den Rückgang in der Rohertragsmarge überkompensieren. So lag die EBITDA-Marge mit 8,1 % deutlich oberhalb des Vorjahresniveaus (2010: 6,2 %), was einem Zuwachs um 1,9 Prozentpunkte entspricht.

Etwas weniger, um 1,5 Prozentpunkte, legte die EBIT-Marge zu, namentlich von 4,3 % auf 5,8 %. Hintergrund hierfür waren erhöhte Abschreibungen, die aus dem Erwerb der Transcat PLM AG resultierten. Im Zuge der Übernahme wurde ein Teil des Kaufpreises auf den erworbenen Kundenstamm allokiert, der ratierlich über 5 Jahre abgeschrieben wird. Die Abschreibungen erhöhten sich im Zuge dessen seit dem Erwerb zum 01.06.2011 um 0,18 Mio. €. Entsprechend der guten Umsatz- und Kostenentwicklung konnte das auch Nettoergebnis gegenüber 2010 deutlich um 44,6 % auf 4,35 Mio. € gesteigert werden.

Zu berücksichtigen ist bei der Betrachtung des EBIT zudem, dass die Gründung einer Vertriebstochter in Japan mit Anlaufkosten verbunden waren, welche das EBIT auf Konzernebene mit 0,18 Mio. € belastet haben. Bereinigt um diesen Effekt wäre das EBIT bei 6,44 Mio. € und die EBIT-Marge bei knapp 6,0 % gelegen.

Die starke operative Performance der CENIT AG spiegelt sich auch in den Kapitalrenditen wider. So erreichte das Unternehmen im GJ 2011 eine Rendite auf das operativ eingesetzte Kapital (Return on Capital Employed = ROCE) in Höhe von 46,7 %. Dies ist ein sehr starker Wert, der an die Resultate der Vorjahre anknüpft. Unseres Erachtens ist es dabei eine sehr bemerkenswerte Leistung des Unternehmens, auch in den konjunkturell schwierigen Jahren 2008 und 2009 klar zweistellige Kapitalrenditen zu erwirtschaften, was für die hohe Ergebnis Konstanz der CENIT AG spricht.

Quelle: CENIT, GBC



Bilanzielle und finanzielle Situation - hoher Cashanteil und starke Bilanzqualität

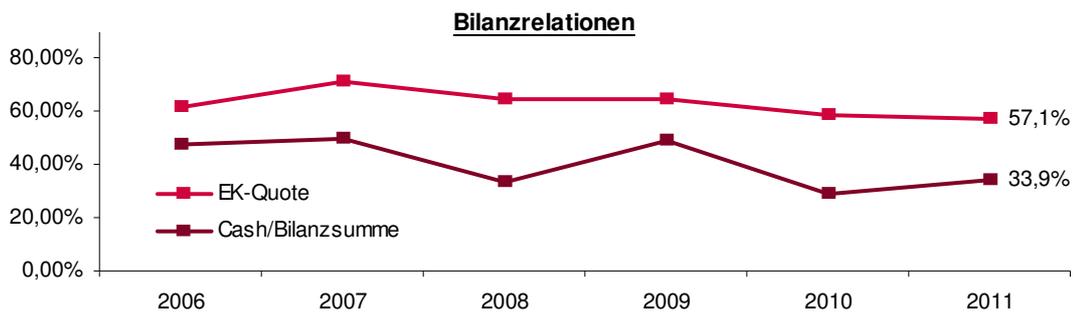
in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	28,08	29,04	32,21
EK-Quote	64,4 %	58,4 %	57,1 %
Bankverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Operatives Anlagevermögen	3,51	6,27	8,00
Working Capital	3,01	5,42	3,00
Liquide Mittel*	21,56	17,35	21,20

Quelle: Berechnungen GBC; *inkl. langfristig investierte Mittel

Die bilanzielle Situation der CENIT AG stellt sich unverändert als hochgradig solide dar. Auch nach Abschluss des GJ 2011 weist das Unternehmen eine stabil hohe Eigenkapitalquote in Höhe von 57,1 % aus.

Nach wie vor verfügt die CENIT AG über keinerlei Bankverbindlichkeiten. Vielmehr weist das Unternehmen eine Nettocashposition in Höhe von 21,20 Mio. € aus. Hierbei sind neben kurzfristig verfügbaren und kurzfristig investierten Mitteln auch 2,00 Mio. € in langfristig investierten Schuldverschreibungen berücksichtigt.

Der Anteil der liquiden Mittel an der Bilanzsumme betrug zum 31.12.2011 33,9 % und war damit unverändert hoch. Je Aktie errechnet sich damit ein Cashposter in Höhe von 2,17 €. Damit sind rund ein Drittel des derzeitigen Kurses mit Cash untermauert. Der hohe operative Cashflow im GJ 2011, bei gleichzeitig zurückhaltenden Investitionen, sorgte zudem für einen Anstieg der Cashposition im abgelaufenen GJ 2011 um fast 4 Mio. €.



Quelle: Berechnungen GBC

Konservative Bilanzierung, kein Goodwill in der Bilanz und hohe Ergebnisqualität

Eine Erhöhung hat im abgelaufenen GJ 2011 das operative Anlagevermögen erfahren. Hintergrund dafür ist die erfolgte Übernahme der Transcat PLM AG zum 01.06.2011. Das Unternehmen, das über das gesamte GJ 2011 Umsatzerlöse in Höhe von 5,54 Mio. € erwirtschaftete und eine EBIT-Marge von rund 5 % erzielt, wurde für einen Kaufpreis von 2,53 Mio. € erworben. Jedoch wurden gleichzeitig 1,49 Mio. € Zahlungsmittel erworben, so dass der tatsächliche Zahlungsfluss lediglich 1,04 Mio. € betrug. Der daraus resultierende EBIT-Multiple von rund 4 ist als günstig einzustufen.

Im Zuge des Erwerbs wurden 1,80 Mio. € des Kaufpreises auf den erworbenen Kundstamm allokiert, der über einen Zeitraum von 5 Jahren abgeschrieben wird. Angesichts der Tatsache, dass dieser Wert auch als Goodwill hätte angesetzt werden können, setzt die CENIT AG auch in diesem Fall ihr konservatives Bilanzierungsvorgehen fort. Auch bei vorherigen Übernahmen der cad scheffler GmbH und der conunit GmbH wurde kein Goodwill angesetzt. Insgesamt verfügt die CENIT AG damit über keinerlei bilanziellen Goodwill, was die hohe Qualität der Bilanzkennzahlen unterstreicht.

Auch aktiviert die CENIT AG keine Eigenleistungen. Zwar wurden im GJ 2011 5,48 Mio. € für Entwicklungsleistungen aufgewendet, jedoch wurden diese vollständig als Kosten erfasst. Das spricht für die konservative Bilanzierung des Unternehmens und lässt die Qualität der erzielten Ergebnisse nochmals in einem positiveren Licht erscheinen.

SWOT - ANALYSE CENIT AG

Stärken

- Starke bilanzielle Situation mit hoher Eigenkapitalquote und starkem Cashanteil
- Starke Expertise in den Bereichen Automotive, Luftfahrt und Finanzdienstleistung
- Konservative Bilanzierung, mit einer Bilanz frei von Goodwill und aktivierten Eigenleistungen
- Zunehmende Internationalisierung des Geschäfts diversifiziert die Kunden- und Erlösstruktur zunehmend

Schwächen

- Abhängigkeit von Partnern wie SAP, IBM und Dassault Systèmes
- Hohe Abhängigkeit von großen Kernkunden wie EADS oder Allianz
- Margenstarker Eigensoftwarebereich erzielt derzeit noch einen vergleichsweise geringen Umsatzbeitrag
- Geringerer Margenbeitrag im umsatzstarken Fremdsoftwaregeschäft

Chancen

- Verstärkte Konzentration auf kleine und mittelgroße Unternehmen könnte Umsatzerlöse diversifizieren und gleichzeitig neues Wachstumspotenzial eröffnen
- Ein verstärkter Absatz von Eigensoftware würde die Ergebnismargen deutlich erhöhen
- Weitere Übernahmen könnten das Wachstumstempo beschleunigen
- Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunden
- Die Gründung einer eigenen Präsenz in Japan könnte den internationalen Umsatzanteil in den kommenden Jahren weiter erhöhen

Risiken

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

Prognose und Modellannahmen - 2012 weiteres Wachstum bei Umsatz und Ergebnis

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e alt	GJ 2012e neu	GJ 2013e
Umsatzerlöse	107,84	115,00	115,00	120,75
EBITDA (Marge)	8,74 (8,1 %)	8,80 (7,7 %)	9,55 (8,3 %)	10,10 (8,4 %)
EBIT (Marge)	6,26 (5,8 %)	6,40 (5,6 %)	6,90 (6,0 %)	7,45 (6,2 %)
Jahresüberschuss	4,35	4,55	4,90	5,28
EPS	0,52	0,54	0,59	0,63

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen - Weitere Steigerungen in 2012 erwartet - Produktivität steigt

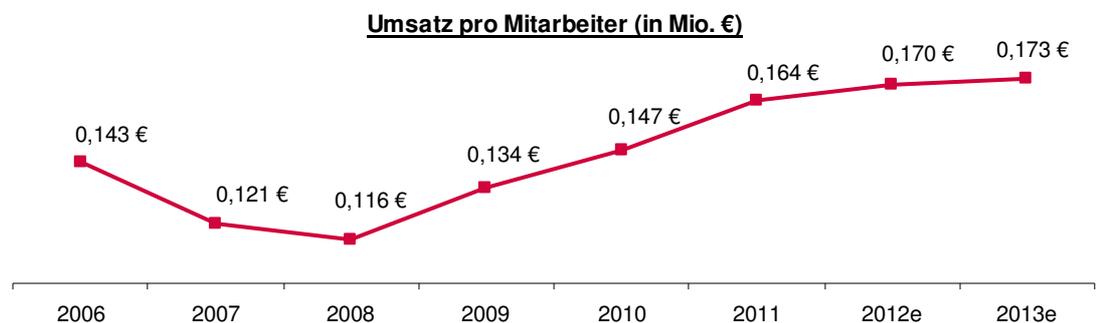
Nach dem außerordentlich starken GJ 2011 ist die CENIT AG gut in das neue GJ 2012 gestartet. Laut Aussagen des Managements war auch im Q1 2012 keine Eintrübung der Geschäftsdynamik erkennbar. Entsprechend optimistisch ist der Ausblick des Managements auf das Gesamtjahr 2012. Demnach geht die Verwaltung davon aus, im laufenden Jahr eine Umsatzsteigerung um 4-5 % erzielen zu können.

Wir behalten unsere bisherige Umsatzprognose in Höhe von 115,00 Mio. € unverändert bei, was einem Wachstum gegenüber dem GJ 2011 von 6,6 % entspricht. Damit gehen wir von leicht höheren Umsatzerlösen aus, als das Management. Hintergrund dieser Annahme ist, dass die zum HJ 2011 erworbene Transcat PLM AG im GJ 2012 einen anorganischen Umsatzbeitrag in Höhe von rund 2,50 Mio. € beisteuern sollte. Organisch erwarten wir demnach ebenfalls einen Umsatzzuwachs in Höhe von rund 4 %.

Im laufenden GJ 2012 dürfte sich zudem die anhaltend hohe Auslastung im Beratungsbereich auswirken, die selbst bei einer sich abschwächenden Dynamik der Gesamtkonjunktur noch weit über den Jahresverlauf hinweg andauern sollte.

Was den neu gegründeten Standort in Japan betrifft, erwarten wir konservativ für 2012 noch keine nennenswerten Umsatzbeiträge. Die Beiträge aus Japan sollten ab dem Jahr 2013 unterstützend für das Wachstum auf Konzernebene wirken.

Perspektivisch arbeitet die CENIT AG zudem weiterhin an dem Ziel den Anteil der eigenen Softwareprodukte am Umsatzmix zu erhöhen. So wird 2012 unter anderem die Entwicklung einer eigenen Software im Bereich Digital Manufacturing im Fokus stehen. Dabei soll diese Software plattformunabhängig sein, also unabhängig von der Nutzung von anderen Standardsoftwareprodukten von Dassault Systèmes, IBM oder SAP eingesetzt werden können.



Quelle: Berechnungen GBC

Insgesamt gehen wir davon aus, dass nicht nur die Umsatzerlöse in der absoluten Höhe verbessert werden können, sondern auch davon, dass die Mitarbeitereffizienz verbessert werden kann. Neben der derzeit hohen Auslastung wird hierbei in den kommenden Jahren auch der erhöhte Anteil der Eigensoftware eine entsprechende Rolle spielen, da die Umsatzerlöse mit Eigensoftware stark skalierbar sind. Dies sollte sich in steigenden Umsatzerlösen pro Mitarbeiter ausdrücken. Bereits über die vergangenen Jahren war eine stetige Verbesserung dieser Relation zu beobachten. Wir gehen von einer leichten weiteren Zunahme auch in den kommenden beiden Geschäftsjahren aus.

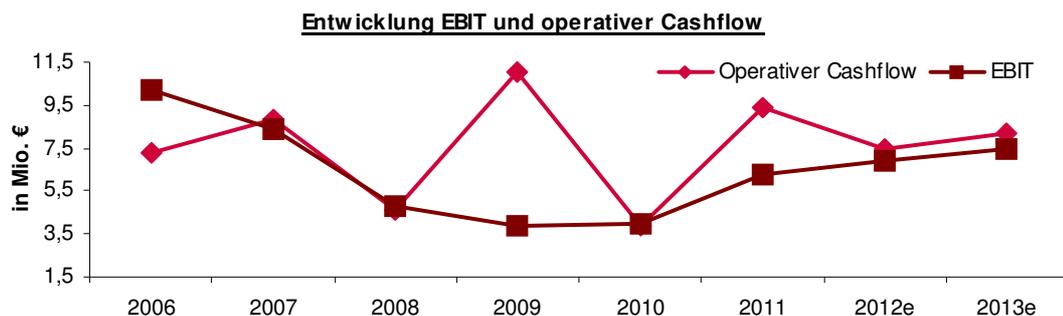
Ergebnisprognosen - hohe Ergebnisqualität bleibt bestehen - steigende Margen

Der hohen Auslastung im Beratungsgeschäft geschuldet, konnte die CENIT AG die Margenniveaus deutlich schneller auf die derzeitige Größenordnung steigern, als wir dies bislang erwartet haben. Das zunehmende Geschäft mit Fremdsoftware, das vergleichsweise margenschwach ist, konnte durch die gute Auslastungsquote deutlich überkompensiert werden.

Angesichts der Tatsache, dass die Umsatzentwicklung auch im laufenden GJ 2012 stabil verlaufen sollte, gehen wir davon aus, dass die Ergebnisentwicklung erneut überproportional entwickeln wird, einhergehend mit weiteren Steigerungen bei den Ergebnismargen.

Zwar ist auch für die kommenden beiden GJ 2012 und 2013 davon auszugehen, dass die Rotertragsmarge im Zuge des zunehmenden Volumens an Fremdsoftware am Gesamtumsatz rückläufig sein wird. Die Skaleneffekte hinsichtlich der Fixkostenpositionen, insbesondere im Bereich Personal, werden jedoch diesen Rückgang abermals überkompensieren können, wenngleich der Effekt in abnehmenden Größenordnungen zu sehen sein wird. Auch werden sich die Anlaufverluste der neu gegründeten japanischen Dependence relativieren. Während diese in 2011 das EBIT noch mit 0,18 Mio. € belastete, ist in 2012 zumindest von einem ausgeglichenen EBIT-Beitrag auszugehen.

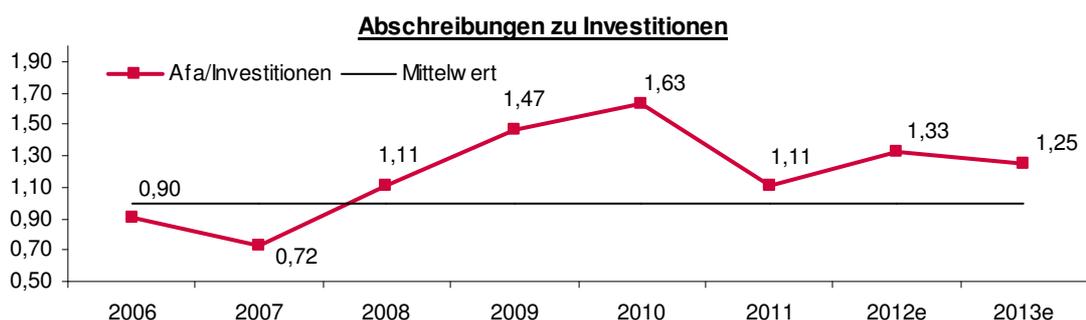
So gehen wir davon aus, dass im GJ 2012 ein EBIT in Höhe von 6,90 Mio. € erreicht werden kann, was einer EBIT-Marge von 6,0 % entspricht. Gegenüber 2011 ist dies eine nochmalige leichte Steigerung um 0,2 Prozentpunkte.



Quelle: Berechnungen GBC

Weiterhin hoch sollte auch im GJ 2012 die Ergebnisqualität bleiben. In den vergangenen Jahren lag der operative Cashflow vor gezahlten Zinsen und Ertragssteuern nahezu kontinuierlich auf oder oberhalb des EBIT-Niveaus, was die konservative Bilanzierung des Unternehmens einmal mehr unterstreicht und die Aussagekraft der erzielten Verbesserungen der vergangenen Jahre entsprechend erhöht. Auch für das GJ 2012 und GJ 2013 erwarten wir, dass der operative Cashflow oberhalb des EBIT liegen wird.

Als Resultat der weiterhin starken EBIT-Zahlen und operativen Cashflows wird auch die Innenfinanzierungskraft der CENIT AG weiterhin hoch bleiben, da sich gleichzeitig auch der Investitionscashflow mit rund 2,0 Mio. € im Rahmen der vergangenen beiden Jahre bewegen wird. Die Möglichkeit der Ausschüttung attraktiver Dividenden wird damit auch in den kommenden Jahren gewährleistet sein.



Quelle: Berechnungen GBC

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2013 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 8,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 0,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 %.

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,01 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Erhöhung ist dabei auf den angestiegenen risikolosen Zinssatz zurückzuführen. Die weiteren Faktoren haben wir unverändert belassen. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,01 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,01 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 9,20 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 8,00 € um ca. +15 % nach oben hin angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei insbesondere den guten Aussichten auf die Geschäftsjahre 2012 und 2013 sowie der überraschend stark verbesserten Margensituation Rechnung.

Cenit AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	0,0%
EBITDA-Marge	8,0%	ewige EBITA - Marge	6,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	37,9%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	6,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	115,00	120,75	124,37	128,10	131,95	135,91	139,98	144,18	
<i>US Veränderung</i>	6,6%	5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	15,33	17,25	19,13	19,13	19,13	19,13	19,13	19,13	
EBITDA	9,55	10,10	9,95	10,25	10,56	10,87	11,20	11,53	
<i>EBITDA-Marge</i>	8,3%	8,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
EBITA	6,90	7,45	7,30	7,79	8,02	8,26	8,51	8,76	
<i>EBITA-Marge</i>	6,0%	6,2%	5,9%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Steuern auf EBITA	-2,14	-2,31	-2,26	-2,41	-2,49	-2,56	-2,64	-2,72	
<i>zu EBITA</i>	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	4,76	5,14	5,04	5,37	5,53	5,70	5,87	6,05	
Kapitalrendite	43,3%	42,5%	38,6%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	37,2%
Working Capital (WC)	4,60	6,04	7,46	7,69	7,92	8,15	8,40	8,65	
<i>WC zu Umsatz</i>	4,0%	5,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,60	-1,44	-1,42	-0,22	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	7,50	7,00	6,50	6,70	6,90	7,10	7,32	7,54	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,65	-2,65	-2,65	-2,46	-2,53	-2,61	-2,69	-2,77	
<i>AFA zu OAV</i>	35,3%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	37,9%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,15	-2,15	-2,15	-2,66	-2,74	-2,82	-2,90	-2,99	
Investiertes Kapital	12,10	13,04	13,96	14,38	14,81	15,26	15,71	16,19	
EBITDA	9,55	10,10	9,95	10,25	10,56	10,87	11,20	11,53	
Steuern auf EBITA	-2,14	-2,31	-2,26	-2,41	-2,49	-2,56	-2,64	-2,72	
Investitionen gesamt	-3,74	-3,59	-3,58	-2,88	-2,97	-3,06	-3,15	-3,24	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,15	-2,15	-2,15	-2,66	-2,74	-2,82	-2,90	-2,99	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,60	-1,44	-1,42	-0,22	-0,23	-0,24	-0,24	-0,25	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,67	4,20	4,11	4,95	5,10	5,26	5,41	5,58	60,10
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	54,41	55,66							
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	23,59	21,76							
<i>Barwert des Continuing Value</i>	30,81	33,90							
Nettoschulden (Net debt)	-22,56	-24,03							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	76,97	79,69							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	76,97	79,69							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,368	8,368							
Fairer Wert der Aktie in EUR		9,20							

Kapitalkostenermittlung :

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

WACC **10,0%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC	Kapitalrendite				
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
33,2%	9,41	9,09	8,80	8,55	8,32
35,2%	9,64	9,30	9,00	8,73	8,49
37,2%	9,88	9,52	9,20	8,91	8,66
39,2%	10,11	9,73	9,40	9,10	8,83
41,2%	10,35	9,95	9,59	9,28	9,00

Fazit

Starke Entwicklung der Ergebnismargen - Ausblick auf 2012 und 2013 sehr positiv
- Kursziel auf 9,20 € angehoben - Rating KAUFEN bleibt unverändert

Das abgelaufene GJ 2011 ist für die CENIT AG sehr erfolgreich verlaufen. Im Zuge der starken konjunkturellen Entwicklung konnte das Unternehmen in allen drei wichtigen Geschäftsbereichen, Beratung, Eigensoftware und Fremdsoftware, Umsatzsteigerungen generieren. Insgesamt verbesserten sich die Umsatzerlöse im abgelaufenen GJ 2012 damit um 15,7 % auf 107,84 Mio. €. Unsere Prognose (106,50 Mio. €), als auch die von Unternehmen ausgegebenen Prognose (+10 % gg. 2011), wurden damit übertroffen.

Auch ergebnisseitig machten sich diese Verbesserungen bemerkbar. Zwar war erneut eine rückläufige Rohertragsmarge zu beobachten, was auf einen erhöhten Umsatzanteil an Fremdsoftware im Rahmen der Value Added Reseller-Kooperation mit Dassault Systèmes zurückzuführen ist. Durch eine hohe Auslastung im Beratungsbereich von rund 90 % sowie die wirkende Fixkostendegression im Bereich der Personalaufwendungen und sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurde dieser Rückgang der Rohertragsmarge jedoch klar überkompensiert, so dass sich eine Verbesserung der EBIT-Marge von 4,3 % auf 5,8 % einstellte. Absolut gesehen wurde das EBIT um 57,9 % auf 6,26 Mio. € erhöht.

Mit diesem Ergebnis wurden unsere Erwartungen klar übertroffen. Insbesondere was die Margenniveaus anbelangt, waren wir nicht davon ausgegangen, dass diese bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr in dieser Höhe erreicht werden können.

Auch perspektivisch sind wir indes optimistisch gestimmt. Das neue GJ 2012 ist laut Aussagen des Vorstandes gut angelaufen, ohne ein erkennbares Nachlassen der Dynamik. Vor diesem Hintergrund geht das Management davon aus, in 2012 eine weitere Umsatzsteigerung um 4-5 % erreichen zu können. Wir erwarten vielmehr noch, dass mit einer Steigerung auf 115,00 Mio. € ein noch besseres Resultat erzielt werden kann.

Zudem gehen wir davon aus, dass eine nochmals überproportionale Entwicklung des EBIT stattfinden wird. Zum Einen sollte hierfür die fortgesetzte Fixkostendegression und Skaleneffekte verantwortlich sein, zum Anderen ist davon auszugehen, dass Anlaufverluste die im Zuge der Gründung einer japanischen Niederlassung angefallen waren, nicht erneut zu erwarten sind und vielmehr einen mindestens ausgeglichenen EBIT-Beitrag liefern werden.

So erwarten wir für das GJ 2012 ein EBIT in Höhe von 6,90 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 6,0 % entspricht. Für die kommende Periode 2013 antizipieren wir zudem eine nochmalige leichte Steigerung der EBIT-Marge auf dann 6,2 %.

Auf dem aktuellen Kursniveau errechnet sich für die Aktie der CENIT AG ein EV/EBITDA für 2012 in Höhe von lediglich 3,5. Zudem indiziert auch das 2012er KGV von 11,2 eine günstige Bewertung. Angesichts der Tatsache, dass das Unternehmen über überaus solide bilanzielle und finanzielle Relationen (EK-Quote: 57,1 %, 2,17 € Cash je Aktie) verfügt und sehr starke Kapitalrenditen erwirtschaftet (ROCE 2011: 46,7 %), erscheint dies zu niedrig. Nicht zuletzt schüttet die CENIT AG eine Dividende in Höhe von 0,30 € je Aktie aus, was einer Dividendenrendite von 4,6 % entspricht.

Diese positive Einschätzung wird durch unser DCF-Modell bestätigt. Auf Basis unserer Schätzdaten haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 9,20 € ermittelt. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 8,00 € deutlich angehoben und tragen damit den guten Aussichten auf die beiden kommenden Geschäftsjahre sowie den erhöhten Margenniveaus Rechnung. Unser Rating KAUFEN bestätigen wir vor diesem Hintergrund.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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