

**Researchstudie (Anno)**

**perit**

**Anstieg der Eigensoftware-Umsätze sowie  
Rentabilitätsverbesserung in 2014 erwartet**

-

**Kursziel angehoben**

**Kursziel: 12,00 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

## CENIT AG <sup>\*5</sup>

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 12,00**

Aktueller Kurs: 9,12

23.4.2013 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005407100

WKN: 540710

Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,368

Marketcap<sup>3</sup>: 76,32

Enterprise Value<sup>3</sup>: 50,43  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 74,98 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2013

Designated Sponsor:

EQUINET AG

### Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Christoph Schnabel

schnabel@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 17

### Unternehmensprofil

Branche: Software

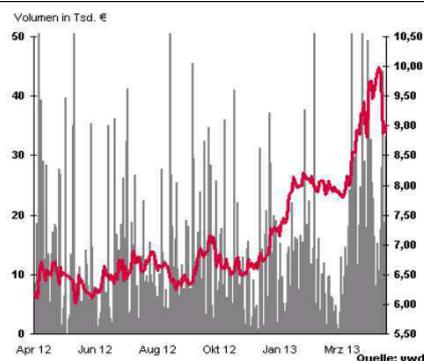
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 675

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt



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

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	107,84	118,85	122,50	129,12
EBITDA	8,74	11,04	10,45	12,15
EBIT	6,26	8,02	8,00	9,50
Jahresüberschuss	4,35	5,42	5,43	6,43

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,52	0,65	0,65	0,77
Dividende je Aktie	0,30	0,55	0,35	0,40

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,51	0,42	0,41	0,39
EV/EBITDA	6,31	4,57	4,83	4,15
EV/EBIT	8,80	6,29	6,30	5,31
KGV	17,54	14,08	14,06	11,87
KBV		2,20		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

14.05.2013: Veröffentlichung Q1-Bericht  
31.05.2013: Hauptversammlung  
13.08.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht  
08.11.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht  
11.-13.11.2013: Deutsches Eigenkapitalforum

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

12.02.2013: RG / 9,50 / KAUFEN  
12.11.2012: RS / 9,50 / KAUFEN  
05.11.2012: RG / 9,50 / KAUFEN  
10.08.2012: RS / 9,50 / KAUFEN  
14.05.2012: RS / 9,20 / 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.....	3
Kundenstruktur.....	3
Aktionärsstruktur.....	3

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2012.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
SWOT-Analyse CENIT AG.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9
Umsatzprognosen.....	9
Ergebnisprognosen.....	10

## Bewertung/ Fazit

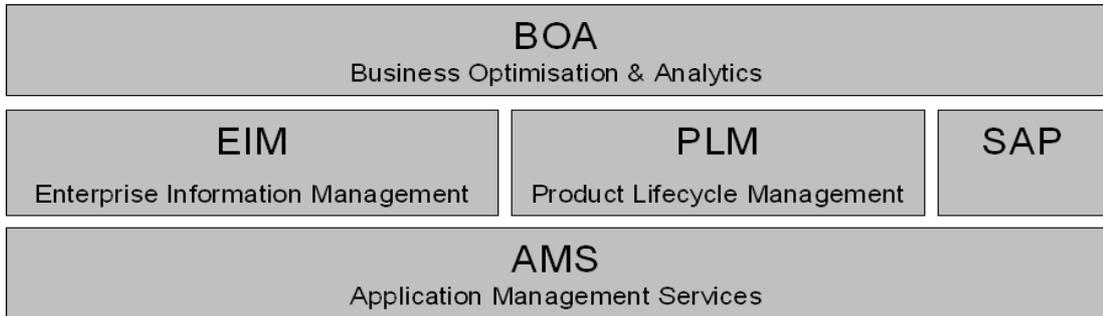
DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Discounted Cashflow Betrachtung .....	13
Fazit .....	14

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	15
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	17

# Unternehmen

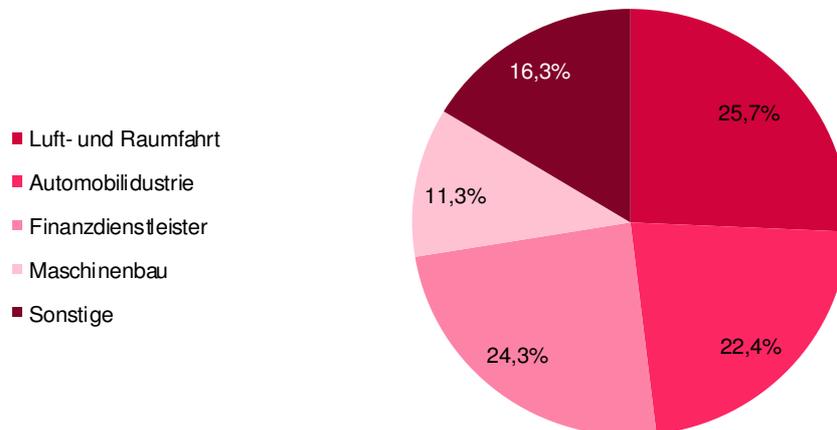
## Geschäftssegmente



Quelle: CENIT, GBC

## Kundenstruktur

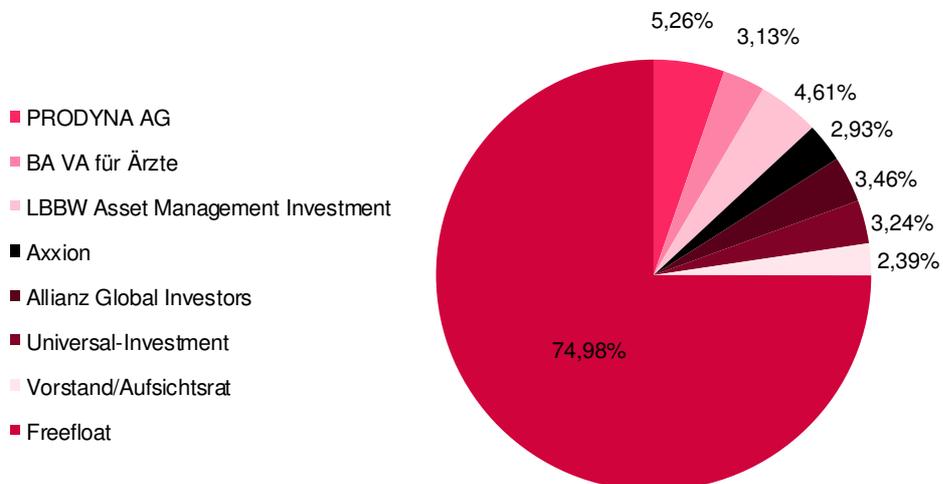
### Kundenstruktur



Quelle: CENIT, GBC

## Aktionärsstruktur

### Aktionärsstruktur



Quelle: CENIT, GBC

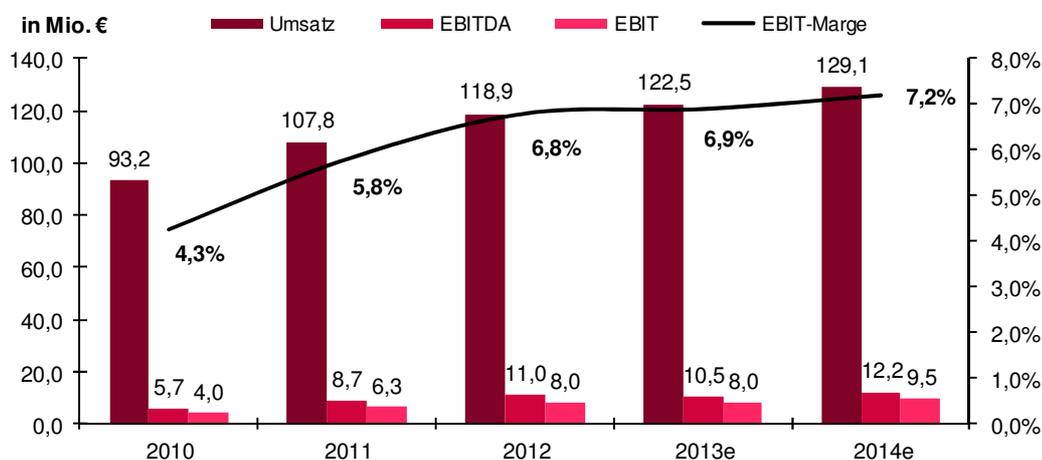
## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012	in %	GJ 2013e	in %	GJ 2014e	in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>93,174</b>	<b>100,00%</b>	<b>107,840</b>	<b>100,00%</b>	<b>118,854</b>	<b>100,00%</b>	<b>122,500</b>	<b>100,00%</b>	<b>129,120</b>	<b>100,00%</b>
Bestandsveränderung	-0,015	-0,02%	-0,082	-0,08%	-0,004	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
andere aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>93,159</b>	<b>99,98%</b>	<b>107,758</b>	<b>99,92%</b>	<b>118,850</b>	<b>100,00%</b>	<b>122,500</b>	<b>100,00%</b>	<b>129,120</b>	<b>100,00%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	0,683	0,73%	1,162	1,08%	0,773	0,65%	0,750	0,61%	0,750	0,58%
Materialaufwand	-32,690	-35,08%	-39,450	-36,58%	-46,044	-38,74%	-48,694	-39,75%	-52,397	-40,58%
<b>Rohrertrag</b>	<b>61,152</b>	<b>65,63%</b>	<b>69,470</b>	<b>64,42%</b>	<b>73,579</b>	<b>61,91%</b>	<b>74,556</b>	<b>60,86%</b>	<b>77,473</b>	<b>60,00%</b>
Personalaufwand	-40,742	-43,73%	-45,457	-42,15%	-47,456	-39,93%	-49,000	-40,00%	-50,000	-38,72%
Abschreibungen	-1,776	-1,91%	-2,474	-2,29%	-3,027	-2,55%	-2,450	-2,00%	-2,400	-1,86%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,669	-15,74%	-15,277	-14,17%	-15,079	-12,69%	-15,106	-12,33%	-15,573	-12,06%
Sonstige Erlöse	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Zinsergebnis	0,162	0,17%	0,241	0,22%	0,094	0,08%	0,100	0,08%	0,100	0,08%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,127</b>	<b>4,43%</b>	<b>6,503</b>	<b>6,03%</b>	<b>8,111</b>	<b>6,82%</b>	<b>8,100</b>	<b>6,61%</b>	<b>9,600</b>	<b>7,43%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-1,118	-1,20%	-2,151	-1,99%	-2,692	-2,26%	-2,673	-2,18%	-3,168	-2,45%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,009</b>	<b>3,23%</b>	<b>4,352</b>	<b>4,04%</b>	<b>5,419</b>	<b>4,56%</b>	<b>5,427</b>	<b>4,43%</b>	<b>6,432</b>	<b>4,98%</b>
Minderheitenanteile	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
<b>Jahresüberschuss für Aktionäre der CENIT</b>	<b>3,009</b>	<b>3,23%</b>	<b>4,352</b>	<b>4,04%</b>	<b>5,419</b>	<b>4,56%</b>	<b>5,427</b>	<b>4,43%</b>	<b>6,432</b>	<b>4,98%</b>

EBITDA	5,741	8,736	11,044	10,450	12,150
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,2	8,1	9,3	8,5	9,4
EBIT	3,965	6,262	8,017	8,000	9,500
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	4,3	5,8	6,8	6,5	7,4
Ergebnis je Aktie	0,36	0,52	0,65	0,65	0,77
Dividende je Aktie	0,15	0,30	0,55	0,35	0,40
Aktienanzahl in Mio. Stück	8,368	8,368	8,368	8,368	8,368

### Umsatz- und Ergebnisprognosen



Quelle: CENIT, GBC

## Geschäftsentwicklung 2012 - Umsatz und Ergebnis über Prognosen - starkes Q4 2012

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2010/2011	GJ 2012
Umsatzerlöse	107,84	+10,2 %	118,85
EBITDA (Marge)	8,74 (8,1 %)	+26,4 % (+1,2 Pp.)	11,04 (9,3 %)
EBIT (Marge)	6,26 (5,8 %)	+28,0 % (1,0 Pp.)	8,02 (6,8 %)
Jahresüberschuss	4,35	+24,5 %	5,42
EPS in €	0,52	+24,5 %	0,65

Quelle: CENIT, GBC

### Umsatzentwicklung - GBC-Prognosen klar übertroffen - starke Entwicklung im Q4

Die CENIT AG konnte im abgelaufenen GJ 2012 eine zum IT-Markt überdurchschnittliche Umsatzentwicklung aufweisen. So kletterten die Umsatzerlöse um 10,2 % auf nunmehr 118,85 Mio. €. Getragen wurde diese Dynamik insbesondere vom Segment PLM, welches von der starken Nachfrage der fertigen Industrie sowie der Automobilbranche profitierte und um 13,8 % wuchs. Die Entwicklung des Segments EIM zeigte sich deutlich verhaltener, mit einem Umsatzzuwachs um nur 0,4 %. Hintergrund dessen ist die nach wie vor sehr schwache Nachfrage der Finanzdienstleistungsindustrie nach Informationsmanagementlösungen.

Die einzelnen Produktgruppen betreffend war Fremdsoftware nach wie vor der wachstumsstärkste Bereich, mit einem Zuwachs um 18,9 %. Im Q4 2012 markierte der Bereich Fremdsoftware mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,39 Mio. € zudem den höchsten Quartalsumsatz der Unternehmensgeschichte. Einmal mehr zeigte sich damit im GJ 2012 die hohe Signifikanz des erfolgreichen Value-Added-Reseller-Modells mit Dassault Systèmes.

Erfreulich war jedoch auch die Entwicklung des Bereichs Eigensoftware, der mit 12,31 Mio. € ebenfalls den höchsten Umsatzwert im Betrachtungszeitraum seit 2006 markierte. Insbesondere das Q4 2012 fiel mit einem Umsatz von 4,41 Mio. € bei Eigensoftware außerordentlich stark aus und übertraf die Werte der Vorquartale deutlich. Dennoch ist zu konstatieren, dass der Umsatzanteil des Bereichs Eigensoftware mit 10,4 % der Gesamtumsatzerlöse, trotz der erfreulichen Zuwächse, unverändert auf einem relativ niedrigen Niveau lag. Im Vorjahr betrug der Umsatzanteil 10,8 %. Grund des weiteren leichten Rückgangs ist der überproportionale Zuwachs des Fremdsoftwaregeschäfts. Die Umsatzerlöse mit Eigensoftware erachten wir deshalb als besonders beachtenswert, da die Margenbeiträge in diesem Bereich überdurchschnittlich hoch sind und entsprechend positive Ergebniseffekte bewirken können.



Quelle: CENIT, GBC

Das Beratungsgeschäft verlief mit einem Zuwachs auf 56,70 Mio. € leicht aufwärtsgerichtet bzw. mit einem Zuwachs um 4,0 %, wobei die Umsatzverteilung über die einzelnen Quartale des GJ 2012 relativ ausgeglichen war. In den Quartalen 1 bis 3 wurden zudem die Vorjahresquartalswerte jeweils übertroffen. Lediglich im Q4 lagen die Umsatzerlöse im Beratungsbereich mit 14,6 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus von 15,0 Mio. €. Die Auslastung der Beratungsmannschaft verharrte zudem über das gesamte Jahr hinweg auf einem hohen Niveau, bei stabilen Tagessätzen.

Insgesamt konnte die CENIT AG die Prognosen von GBC um 2,9 % übertreffen. Wir waren von einem Umsatzzuwachs auf 115,50 Mio. € ausgegangen. Insbesondere die guten Umsatzerlöse im Q4 2012 in Höhe von insgesamt 32,62 Mio. € waren für das Übertreffen der Prognosen verantwortlich.

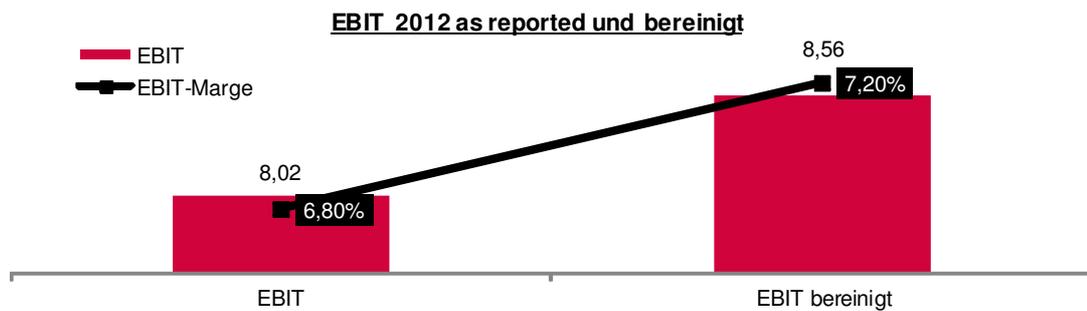
**Ergebnisentwicklung - deutliche Steigerung trotz einmaliger Belastungen**

in Mio. €	Prognose GBC 2012	2012 tatsächlich	Abweichung
EBITDA (Marge)	10,15 (8,8 %)	11,04 (9,3 %)	+12,1 %
EBIT (Marge)	7,50 (6,5 %)	8,02 (6,8 %)	+10,8 %
Jahresüberschuss	5,31	5,42	+7,4 %

Quelle: CENIT, GBC

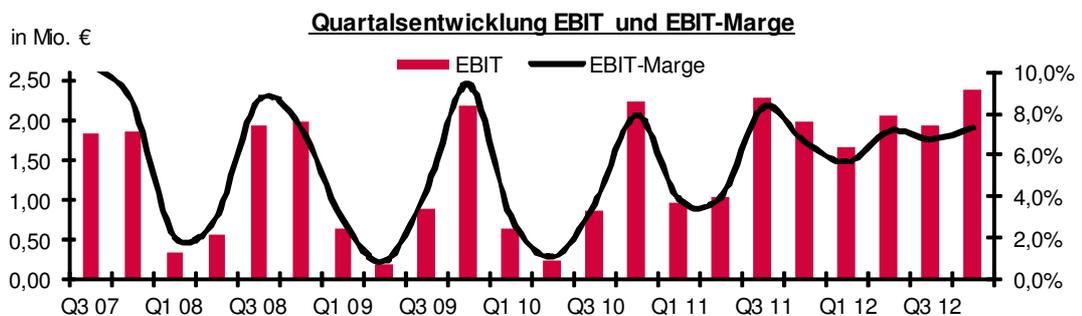
Noch deutlicher als unsere Umsatzprognosen konnte die CENIT AG unsere Ergebnisprognosen übertreffen. Während wir ein EBIT von 7,50 Mio. € erwartet hatten, erreichte das Unternehmen einen Wert von 8,02 Mio. € und lag entsprechend um 10,8 % über unseren Prognosen. Im Vergleich zum Vorjahr wurde das EBIT deutlich überproportional zum Umsatz um 28,0 % gesteigert. Die EBIT-Marge verbesserte sich dementsprechend ebenfalls klar von 5,8 % auf nunmehr 6,8 %.

Hintergrund dieser positiven Ergebnisentwicklung sind spürbare Skaleneffekte. Zwar ist die Rohertragsmarge im GJ 2012 im Zuge des erhöhten Umsatzanteils des Fremdsoftware-Bereichs weiter um 2,5 Prozentpunkte auf 61,9 % rückläufig gewesen, jedoch waren bei den Fixkostenblöcken degressive Entwicklungen zu beobachten. Die Personalkosten stiegen dabei mit 4,4 % deutlich unterproportional. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erfuhren sogar einen leichten Rückgang um 1,3 %. Hierbei wirkte sich die Optimierung der Nutzfläche am Standort Stuttgart positiv auf die Mietaufwendungen aus, so dass die Miet- und Leasingaufwendungen gegenüber 2011 um 0,55 Mio. € gesenkt werden konnten.



Quelle: CENIT, GBC

Hinsichtlich des erreichten EBIT von 8,02 Mio. € ist zudem zu erwähnen, dass dieses um einmalige Abschreibungen auf den Kundenstamm im Geschäftsbereich BOA in Höhe von 0,54 Mio. € belastet war. Im Zuge des Verlustes von Schlüsselmitarbeitern in diesem Bereich wurden entsprechende Wertanpassungen vorgenommen. Bereinigt um diese nicht liquiditätswirksame Wertanpassung wäre das EBIT bei 8,56 Mio. € gelegen. Entsprechend wäre der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr bei 36,6 % und die EBIT-Marge bei 7,2 % gelegen. Die bereinigten Zahlen verdeutlichen die positive wirtschaftliche Entwicklung der CENIT AG im abgelaufenen GJ 2012 nochmals deutlicher. Indes gehen wir nicht davon aus, dass sich die operativen Auswirkungen auf Konzernebene in 2013 wesentlich negativ bemerkbar machen werden (siehe Seite 9).



Quelle: CENIT, GBC

Im Rahmen der Ergebnisentwicklung ist zudem die deutlich verminderte quartalsweise Variabilität des EBIT und der EBIT-Marge zu erwähnen. In den vergangenen Jahren waren diese einer sehr starken Saisonalität unterlegen, mit hohen Werte zum Jahresende hin.

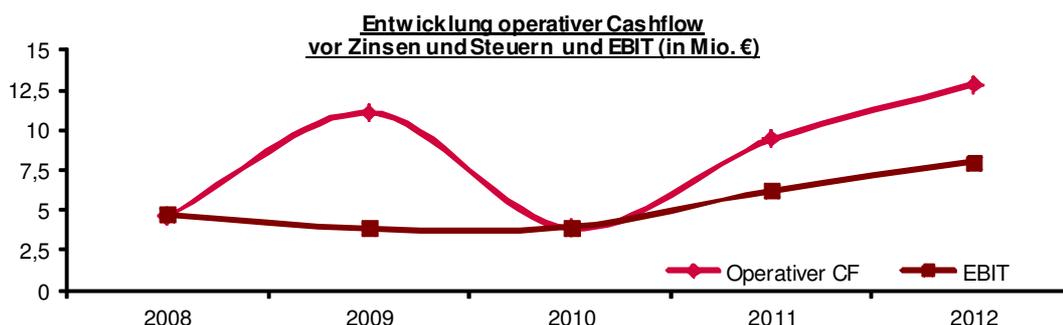
Diesbezüglich konnte hier zuletzt eine Glättung herbeigeführt werden, was insbesondere auf den steigenden Umsatzanteil von Fremdsoftware zurückzuführen ist. Die Umsatzverteilung ist hier über das Jahr hinweg gleichmäßiger, mit der Wirkung von stabileren Ergebnis- und Margengrößen. Das Ergebnisrisiko ist insofern reduziert worden.

### Bilanzielle und finanzielle Situation - konservative Bilanzierung und starke Cashflows

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital	29,04	32,21	34,65
EK-Quote	58,4 %	57,1 %	58,7 %
Bankverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Operatives Anlagevermögen	6,27	8,00	7,25
Working Capital	5,42	3,00	1,52
Liquide Mittel*	17,35	21,20	25,89

Quelle: CENIT, GBC; \*inklusive langfristig angelegte Wertpapiere

Hervorzuheben ist neben der guten operativen Entwicklung auch die fortwährend hohe Ergebnisqualität der CENIT AG. So lag der operative Cashflow vor Zinsen und Steuern im Betrachtungszeitraum seit 2008 jeweils mindestens auf Niveau des EBIT oder darüber. Zuletzt, im GJ 2012, markierte der Cashflow mit 12,83 Mio. € den höchsten Wert im Betrachtungszeitraum und überstieg das EBIT um das 1,6-fache. Hintergrund der ausgesprochen starken Ergebnisqualität ist unter anderem die konservative Bilanzierungsweise des Unternehmens. So werden z.B. Entwicklungsaufwendungen vollständig als Aufwand erfasst und nicht kapitalisiert.



Quelle: CENIT, GBC

Die konservative Bilanzierung und starke Cashflow-Situation über die vergangenen Jahre hinweg spiegelt sich entsprechend auch in sehr gesunden Bilanzrelationen wider. So verfügt die CENIT AG inzwischen über eine Eigenkapitaldecke in Höhe von 34,65 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 58,7 % entspricht. Zudem weist das Unternehmen keinerlei Bankverbindlichkeiten aus. Vielmehr beträgt der Bestand an liquiden Mitteln, inklusive langfristig angelegter Wertpapiere, 25,89 Mio. €.

Das operative Anlagevermögen ist mit 7,25 Mio. € im Verhältnis zur Bilanzsumme von 59,00 Mio. € ebenfalls gering. So beschränkt sich der jährliche Investitionsbedarf in Sachanlagevermögen auf Betriebs- und Geschäftsausstattung im Rahmen des Mitarbeiterausbaus sowie auf technische Infrastrukturinvestitionen. Im GJ 2012 lagen die Investitionen in Sachanlagen bei 2,28 Mio. € bzw. rund 2 % der Umsatzerlöse.

Der Bilanzansatz der immateriellen Vermögensgegenstände ist mit 4,08 Mio. € ebenfalls niedrig. Diese verteilen sich auf Software, Lizenzen sowie Kundenstamm, der im Rahmen der getätigten Übernahmen in den vergangenen Jahren aktiviert wurde. Mehr noch ist in den immateriellen Vermögenswerten kein Goodwill enthalten, was die konservative Bilanzierung des Unternehmens unterstreicht, vor allem vor dem Hintergrund der getätigten Übernahmen der CAD scheffler, conunit und Transcat PLM in den vergangenen Jahren.

Insgesamt weist die CENIT AG sehr starke bilanzielle und finanzielle Relationen auf, die den geplanten Wachstumskurs des Unternehmens zweifelsohne zulassen. Eine stabile bilanzielle Situation ist auch für die Kunden der CENIT AG ein entscheidendes Argument, vor allem mit zunehmendem Umsatzvolumen.

## 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
- Das Geschäftsmodell ist außerordentlich cashflowstark und ermöglicht eine attraktive Dividendenpolitik

### 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 Präsenz in Japan hat sich im GJ 2012 umsatzseitig gut entwickelt und 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 - Umsatz & Ergebnis spätestens 2014 weiter aufwärts

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e alt	GJ 2013e neu	GJ 2014e
Umsatzerlöse	118,85	120,75	122,50	129,12
EBITDA (Marge)	11,04 (9,3 %)	10,10 (8,4 %)	10,45 (8,5 %)	12,15 (9,4 %)
EBIT (Marge)	8,02 (6,8 %)	7,45 (6,2 %)	8,00 (6,5 %)	9,50 (7,4 %)
Jahresüberschuss	5,42	5,28	5,43	6,43
EPS	0,65	0,63	0,65	0,77

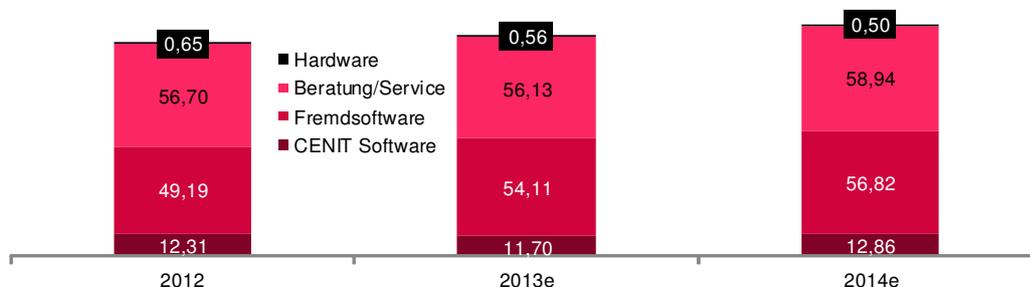
Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognosen - Eigensoftware mit deutlichem Wachstum in 2014 erwartet

Der Vorstand der CENIT AG erwartet für das GJ 2013, abhängig von der Entwicklung der wichtigen Kundenbranchen wie z.B. der Automobilindustrie, einen moderaten Umsatzzuwachs um ca. 3 %. Unsere Prognosen sehen mit 3,1 % auf 122,50 Mio. € einen ähnlich starken Zuwachs vor.

Dabei gehen wir insbesondere davon aus, dass sich der Bereich Fremdsoftware weiter dynamisch entwickeln wird, wenngleich sich die Zuwachsraten der vergangenen Jahre nivellieren sollten. So erwarten wir einen weiteren Anstieg bei der Fremdsoftware um 10 % auf 54,11 Mio. € im Zuge der erfolgreichen Value-Added-Reseller-Kooperation mit Dassault Systemès. Der Vertrieb der Fremdsoftware hat zudem positive Implikationen auf das Beratungsgeschäft. Dennoch gehen wir auf Grund der derzeitigen konjunkturellen Abschwächung in den Kundenbranchen von einem leichten Umsatzrückgang um 1,0 % auf 56,13 Mio. € aus. Auch für den Eigensoftware-Bereich erwarten wir nach dem guten Jahr 2012 einen leicht rückläufigen Wert auf dann 11,70 Mio. €, was zum einen vor dem Hintergrund der unsicheren konjunkturellen Lage in der Automobilindustrie und zum anderen der erwartungsgemäß unverändert schwierigen Situation in der Finanzdienstleistungsbranche zu sehen ist.

#### Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten



Quelle: Berechnungen GBC

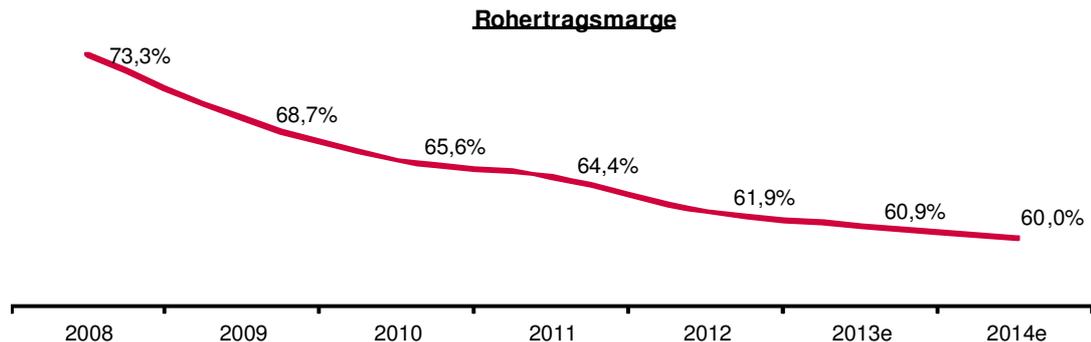
Durch den Verlust von Schlüsselmitarbeitern im Bereich BOA im Jahr 2012, der auch mit Kundenverlusten verbunden war, erwarten wir für das GJ 2013 keine wesentlichen Einschnitte. Das Unternehmen hat auf den Mitarbeiterabgang mit Umstrukturierungen reagiert, so dass der Geschäftsbereich nun von einer verschlankten Basis ausgehend Wachstum und Ergebnissteigerungen generieren kann. Der Bereich BOA entstammt der 2010 übernommenen conunit GmbH und sollte einen Beitrag von rund 3 Mio. € zum Konzernumsatz beitragen.

Für das GJ 2014 gehen wir indes von einem dann deutlich beschleunigten Wachstum um 5,4 % auf 129,12 Mio. € aus. Dabei erwarten wir in allen Produkt-Bereichen steigende Umsatzgrößen. Vor allem sollte dann auch der Bereich Eigensoftware stärker zulegen können. Hier wurden in den vergangenen Jahren starke Entwicklungsleistungen unternommen, die sich bereits positiv in der Umsatzentwicklung bemerkbar gemacht haben. Dies sollte noch weiter verbessert werden können. Nicht zuletzt sollte die positive Umsatzentwicklung des Fremdsoftware-Geschäftes mit einer zunehmenden Kundenbasis auch auf das Eigensoftware-Geschäft ausstrahlen. Die Wachstumsraten im Eigensoftware-Geschäft sollten daher in den kommenden Jahren eine Beschleunigung erfahren.

## Ergebnisprognosen - deutliche Margensteigerungen ab dem GJ 2014 erwartet

Die starke Zunahme des Fremdsoftwaregeschäftes hat in den vergangenen Jahren zu einer Erosion der Rohertragsmarge geführt. Auch für das GJ 2013 und GJ 2014 gehen wir davon aus, dass dieser Bereich deutliche Zuwachsraten aufweisen wird. Jedoch werden im Zuge der steigenden Komplexität der vertriebenen Softwareprodukte parallel mehr und mehr Beratungsleistungen in Anspruch genommen. Auch der Eigensoftwarebereich profitiert von Cross-Selling-Effekten aus dem Fremdsoftwarevertrieb.

Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass sich der Rückgang der Rohertragsmarge deutlich verlangsamen und im Zuge der erwartungsgemäß steigenden Beratungs- und Ei-

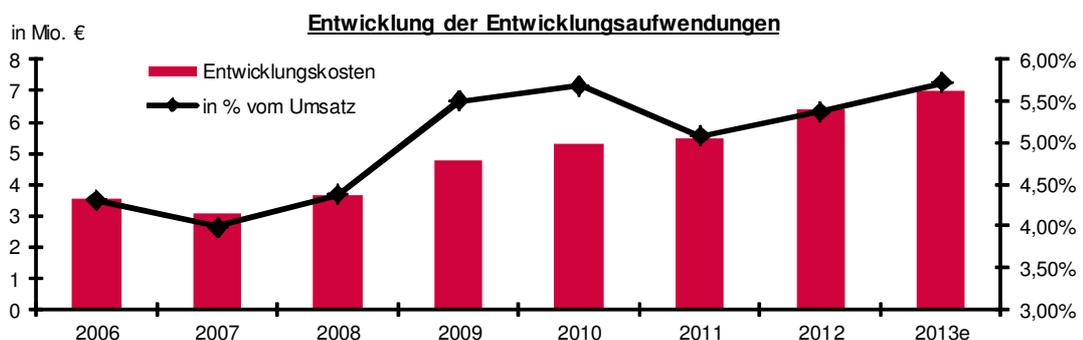


gensoftwareumsätze in 2014 eine Bodenbildung bei rund 60 % erfahren wird.

Quelle: Berechnungen GBC

Die CENIT AG hat inzwischen ein Umsatzniveau erreicht, auf welchem deutliche Skaleneffekte erzielt werden können. Zwar mindert der steigende Fremdsoftwareanteil noch die Rohertragsmarge, steigert jedoch die absolute Ergebnisgröße und überkompensiert die Fixkostensteigerungen. Ein zunehmender Umsatzbeitrag des Eigensoftware-Geschäftes würde diese Situation nochmals deutlich verstärken und für klare Ergebnis- und Margensteigerungen auf allen Ergebnisebenen führen. Um diese Tendenz zu forcieren, hat die CENIT AG in den vergangenen Jahren deutlich steigende Entwicklungsaufwendungen bereitgestellt. Im GJ 2012 betragen diese 6,39 Mio. € und damit 16,6 % mehr als im Vorjahr. Auch für das GJ 2013 ist von nochmals steigenden Entwicklungsaufwendungen auszugehen. Wir rechnen mit einem Wert von rund 7 Mio. €.

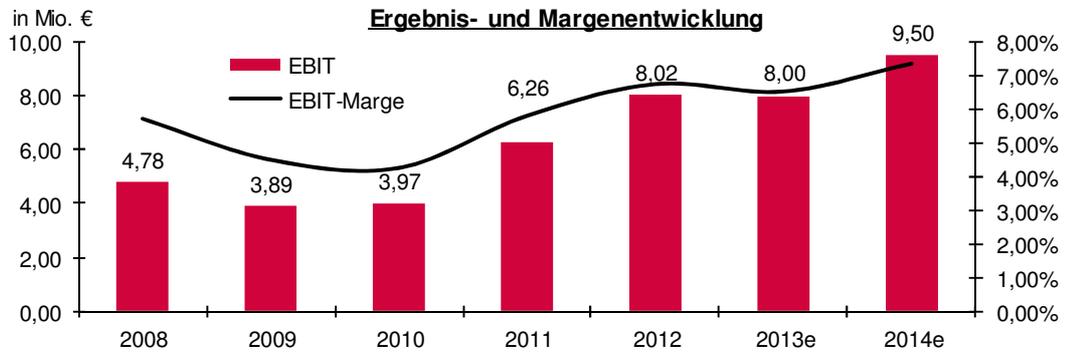
Dabei liegt der Fokus der Entwicklungstätigkeit auf der Erstellung plattformunabhängiger Lösungen für die herstellende Industrie und Automobilindustrie. Das Unternehmen geht davon aus, dass die Fertigstellung in der zweiten Jahreshälfte 2013 erfolgt, so dass ab dem Jahr 2014 erstmals nennenswerte Umsatzerlöse aus den neuen Softwareanwendungen erzielt werden können. Dies ist ein wesentlicher zugrundeliegender Faktor unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen. Erwähnenswert ist zudem, dass die CENIT AG Entwicklungsaufwendungen vollständig als Kosten erfasst und keine immateriellen Vermögenswerte aktiviert.



Quelle: Berechnungen GBC

Das EBIT im GJ 2012 war durch verschiedene Effekte negativ beeinflusst. So ist davon auszugehen, dass die Wertberichtigungen des Kundenstammes in Höhe von 0,54 Mio. € im

GJ 2013 nicht erneut anfallen werden, was einen positiven Ergebniseffekt haben wird. Darüber hinaus hat die japanische Tochtergesellschaft, die im GJ 2011 gegründet wurde, im GJ 2012 noch einen negativen Ergebnisbeitrag von 0,11 Mio. € beigesteuert. Jedoch war die Umsatzentwicklung bereits sehr zufriedenstellend, mit einem Anstieg von 0,05 Mio. € auf 0,53 Mio. €. Bei einer weiteren Umsatzverbesserung gehen wir daher davon aus, dass der Break-even in 2013 realistisch ist. Dies würde sich ebenfalls entsprechend positiv auf das EBIT auf Konzernebene niederschlagen.

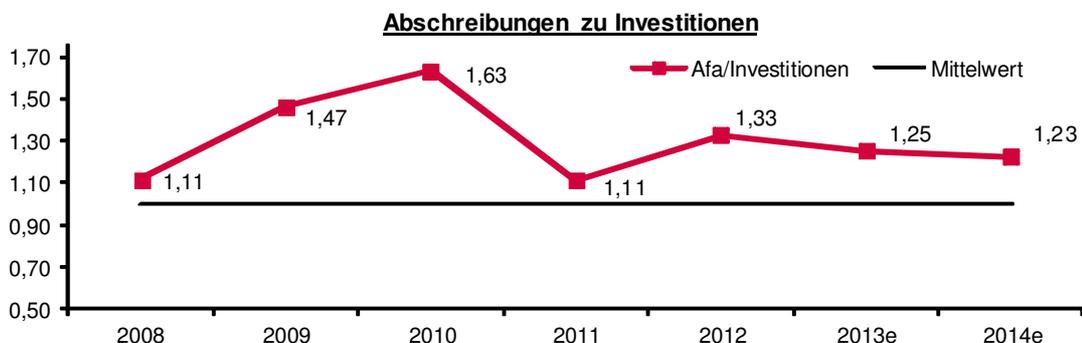


Quelle: Berechnungen GBC

Das Management der CENIT AG geht für das GJ 2013 von einem Ergebnis auf Vorjahresniveau aus, was einem Wert von 8,02 Mio. € gleichkommt. Angesichts der erwarteten Umsatzverbesserung sowie der entfallenden Sondereffekte und Verlustbeiträge sollte ein positiver Ergebniseffekt zu erwarten sein. Jedoch werden diesem, wie erwähnt, die nochmals erhöhten Entwicklungsaufwendungen gegenüberstehen, so dass ein ausgleichender Effekt resultiert. In der Folge gehen wir davon aus, dass das Unternehmen ein EBIT auf Vorjahresniveau in Höhe von 8,00 Mio. € erzielen wird. Gleichzeitig würde sich die EBIT-Marge von 6,8 % leicht auf 6,5 % reduzieren.

Für das GJ 2014 prognostizieren wir im Zuge der dann nochmals optimistischeren Umsatzerwartung einen erneuten Anstieg des EBIT um dann 18,7 % auf 9,50 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von 7,4 %. Für die neuerliche Margenverbesserung sollten sich abermals unterproportional wachsende Fixkosten in den Bereichen Personal sowie den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verantwortlich sprechen.

Auch bei den Abschreibungen gehen wir von weiteren Rückgängen aus. Da wir für das GJ 2013 und GJ 2014 nicht von erneuten außerordentlichen Wertberichtigungen ausgehen und wir die Investitionen in Sachanlagevermögen mit rund 2,0 Mio. € unterhalb des Abschreibungsniveaus erwarten, gehen wir von einer leicht rückläufigen Abschreibungsentwicklung aus. Ein maßgeblicher Teil der Abschreibungen bezieht sich auf die planmäßige Amortisation des im Rahmen der erfolgten Übernahmen aktivierten Kundenstamms. Dieser ist inzwischen zu Teilen vollständig abgeschrieben, mit entsprechender abschreibungsmindernder Wirkung in den kommenden Perioden.



Quelle: Berechnungen GBC

Insgesamt gehen wir davon aus, dass die CENIT AG die gute Ergebnis- und Margenentwicklung der Vorjahre auch in den Jahren 2013 und 2014 fortsetzen kann. Flankiert dazu erwarten wir auch die Cashflows auf einem hohen und weiter ansteigenden Niveau.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir konservativ eine Wachstumsrate von 2,0 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

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 2013 entspricht als **Kursziel 12,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 9,50 € um ca. +26 % nach oben hin angepasst. Die Anpassung des Kursziels trägt dabei den guten Aussichten auf die Geschäftsjahre 2013 und insbesondere 2014 Rechnung.

## CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Wachstum Gesamtleistung	3,0%	ewiges Wachstum Gesamtleistung	2,0%
EBITDA-Marge	9,0%	ewige EBITA - Marge	7,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	41,8%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Gesamtleistung (GL)	122,50	129,12	132,93	136,85	140,89	145,04	149,32	153,73	
GL Veränderung	3,1%	5,4%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	18,03	20,35	20,35	20,35	20,35	20,35	20,35	20,35	
EBITDA	10,45	12,15	11,96	12,32	12,68	13,05	13,44	13,84	
EBITDA-Marge	8,5%	9,4%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	8,00	9,50	9,31	9,59	9,87	10,16	10,46	10,77	
EBITA-Marge	6,5%	7,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Steuern auf EBITA	-2,64	-3,13	-3,07	-3,16	-3,26	-3,35	-3,45	-3,55	
zu EBITA	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	5,36	6,36	6,24	6,42	6,61	6,81	7,01	7,22	
Kapitalrendite	61,2%	65,7%	54,0%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,7%	48,3%
Working Capital (WC)	2,89	5,20	6,65	6,84	7,04	7,25	7,47	7,69	
WC zur Gesamtleistung	2,4%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-1,37	-2,31	-1,45	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,80	6,35	6,53	6,72	6,92	7,13	7,34	7,55	
AFA auf OAV	-2,45	-2,65	-2,65	-2,73	-2,81	-2,89	-2,98	-3,06	
AFA zu OAV	36,1%	41,8%	41,8%	41,8%	41,8%	41,8%	41,8%	41,8%	
Investitionen in OAV	-2,00	-2,20	-2,84	-2,92	-3,01	-3,10	-3,19	-3,28	
Investiertes Kapital	9,68	11,55	13,18	13,57	13,97	14,38	14,80	15,24	
EBITDA	10,45	12,15	11,96	12,32	12,68	13,05	13,44	13,84	
Steuern auf EBITA	-2,64	-3,13	-3,07	-3,16	-3,26	-3,35	-3,45	-3,55	
Investitionen gesamt	-3,37	-4,51	-4,28	-3,12	-3,21	-3,30	-3,40	-3,50	
Investitionen in OAV	-2,00	-2,20	-2,84	-2,92	-3,01	-3,10	-3,19	-3,28	
Investitionen in WC	-1,37	-2,31	-1,45	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,44	4,50	4,61	6,04	6,21	6,40	6,59	6,78	87,96
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	72,93	75,73							
Barwert expliziter FCFs	27,83	26,12							
Barwert des Continuing Value	45,10	49,61							
Nettoschulden (Net debt)	-27,50	-29,17							
Wert des Eigenkapitals	100,42	104,90							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	100,42	104,90							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,368	8,368							
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,00	12,54							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	0,0%
Marktrisikoprämie	0,0%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,4%

WACC **10,0%**

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%
46,3%	12,89	12,29	11,77	11,31	10,91
47,3%	13,03	12,42	11,88	11,42	11,01
48,3%	13,18	12,55	12,00	11,53	11,11
49,3%	13,32	12,67	12,12	11,63	11,21
50,3%	13,46	12,80	12,23	11,74	11,30

## Fazit

Erfolgreiches GJ 2012 - Eigensoftware mit deutlichen Zuwächsen erwartet - Rentabilität sollte weiter steigen - Kursziel auf 12,00 € angehoben - Rating KAUFEN

Das GJ 2012 ist für die CENIT AG sehr erfolgreich verlaufen, mit einem Umsatzzuwachs um 10,2 % auf 118,85 Mio. €. Dabei wies insbesondere das Segment PLM eine deutliche Umsatzsteigerung aus, wohingegen das Segment EIM im Zuge der anhaltenden Schwierigkeiten der Finanzdienstleistungsindustrie nur leicht zulegen konnte. Auf die Produktbereiche bezogen zeigte der Bereich Fremdsoftware die höchste Dynamik, mit einem Zuwachs um 18,9 %. Aber auch im margenstarken Eigensoftwarebereich konnten die Umsatzerlöse um 5,4 % auf 12,31 Mio. € und damit den höchsten Wert der vergangenen Jahre gesteigert werden.

Bei den Ergebnissen waren die Umsatzsteigerungen klar spürbar und äußerten sich in Skaleneffekten. So legte das EBIT deutlich überproportional um 28,0 % auf 8,02 Mio. € zu. Die EBIT-Marge kletterte von 5,8 % auf 6,8 %. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das EBIT durch Wertberichtigungen beim Kundenstamm beeinflusst war. Bereinigt um die Wertberichtigung in Höhe von 0,54 Mio. € wäre das EBIT bei 8,56 Mio. € bzw. die EBIT-Marge bei 7,2 % gelegen. Flankiert wurde die gute Ergebnisentwicklung von einem erneut starken operativen Cashflow, welcher mit 10,44 Mio. € einmal mehr oberhalb des EBIT-Niveaus lag.

Bilanziell ist die CENIT AG ebenfalls unverändert gut aufgestellt, mit einer Eigenkapitalquote in Höhe von 58,7 % sowie keinerlei Bankverschuldung. Vielmehr verfügt das Unternehmen über eine Cashposition von 25,89 Mio. €. Nicht zuletzt lebt die CENIT AG eine sehr konservative Bilanzierungspraxis, mit der Folge, dass in der Bilanz keinerlei Goodwill aktiviert wurde. Auch bestehen keine immateriellen Vermögensgegenstände im Zuge von aktivierten Eigenleistungen, da Entwicklungsaufwendungen grundsätzlich als Aufwand erfasst werden.

Für das GJ 2013 erwarten wir einen leichten Umsatzzuwachs um 3,1 % auf 122,50 Mio. €, der maßgeblich vom Bereich Fremdsoftware getrieben werden sollte. Für die Bereiche Eigensoftware bzw. Beratung sind wir bei der Umsatzerwartung vor dem Hintergrund der unsicheren Situation in der Automobilbranche konservativ vorgegangen.

Ergebnisseitig sollten zwar die in 2012 angefallenen Einmalaufwendungen entfallen, jedoch werden dem nochmals erhöhte Entwicklungskosten gegenüberstehen. Die Entwicklungsleistungen werden vor allem auf plattformneutrale Lösungen für die fertigende Industrie konzentriert, welche ab dem GJ 2014 dann nennenswerte Umsatzbeiträge leisten sollten.

Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir, kongruent zur ausgegebenen Guidance des Managements, ein unverändertes EBIT in Höhe von 8,00 Mio. € für das GJ 2013. Im GJ 2014 gehen wir hingegen von einer deutlichen Steigerung des EBIT auf dann 9,50 Mio. € aus. Hierbei sollte sich insbesondere ein merklich höherer Umsatzanteil der Eigensoftware bemerkbar machen.

**Insgesamt erachten wir die CENIT AG unverändert als gut positioniertes und wachstumsstarkes Unternehmen. Insbesondere die Entwicklungsleistungen der vergangenen Jahre sollten sich ab 2014 sehr positiv bemerkbar machen und die Margensituation weiter verbessern. Die starke bilanzielle Situation des Unternehmens rundet das gute Bild ab. Auf Basis unserer überarbeiteten Schätzungen haben wir für die Aktien der CENIT AG ein neues Kursziel von 12,00 € ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs errechnet sich damit ein Kurspotenzial von rund 30 %. Entsprechend behalten wir das Rating KAUFEN unverändert bei.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

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

**§ 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
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 <= - 10 %.

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

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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), Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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