



**Researchstudie (Anno)**

**Cenit AG**

**cenit**

**Umsatz- und Ergebniserwartungen übertroffen**

-

**Rentabilitätserwartungen für kommende Jahre angehoben**

**Kursziel: 18,65 € (bislang: 14,00 €)**

**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: 18,65 €**

Aktueller Kurs: 16,76  
2.4.2015 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005407100  
WKN: 540710  
Börsenkürzel: CSH  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,368  
Marketcap<sup>3</sup>: 140,25  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 107,00<sup>3</sup>  
in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 75,44 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Designated Sponsor:  
EQUINET AG

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 16

### Unternehmensprofil

Branche: Software

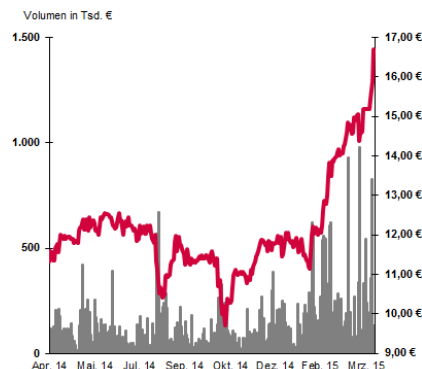
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 659

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	118,92	123,39	127,00	130,81
EBITDA	10,63	11,66	12,18	12,72
EBIT	8,33	9,33	9,85	10,42
Jahresüberschuss	5,88	6,36	6,63	7,01

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,70	0,76	0,79	0,84
Dividende je Aktie	0,35	0,90	0,95	1,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,94	0,87	0,84	0,82
EV/EBITDA	10,50	9,17	8,79	8,41
EV/EBIT	13,40	11,47	10,86	10,27
KGV	23,86	22,05	21,15	20,01
KBV		3,56		

### Finanztermine

05.05.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht  
13.05.2015: Hauptversammlung  
06.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht  
23.-25.11.2015: Deutsches EK-Forum  
04.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
08.12.2014: RG / 14,00 / KAUFEN  
14.11.2014: RS / 14,00 / KAUFEN  
12.11.2014: RS / 14,00 / KAUFEN  
12.08.2014: RS / 14,00 / KAUFEN  
29.07.2014: RG / 14,00 / KAUFEN  
08.12.2014: RG / 14,00 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 123,39 Mio. € konnte die CENIT AG ein neues Rekordumsatzvolumen in ihrer Unternehmensgeschichte erreichen. Dabei sorgte insbesondere der Bereich Fremdsoftware für den erneuten Anstieg um 3,8 % gegenüber dem Vorjahr. Die Bereiche Eigensoftware und Beratung/Services lagen jeweils leicht unter den Vorjahresniveaus. Unsere Umsatzerwartung von 123 Mio. € wurde dennoch übertroffen.
- Auch bei den Ergebniskennzahlen wurden unsere Erwartungen übertroffen. So lag das EBIT mit 9,33 Mio. € um 3,7 % über unserer Prognose. Zur guten Ergebnisentwicklung beigetragen hat neben der Umsatzsteigerung die unverändert anhaltende Kostendisziplin in allen Bereichen. Daher war auch bei der EBIT-Marge eine weitere Steigerung um 0,6 Prozentpunkte auf 7,6 % zu verzeichnen. Bereinigt um einmalige Aufwendungen aus Abfindungszahlungen und den Erwerbsnebenkosten der SPI Numérique lag das EBIT in 2014 sogar bei 10,20 Mio. € bzw. die EBIT-Marge bei 8,3 %.
- Sehr positiv hervorzuheben ist die Entscheidung des Managements für die Jahre 2014 bis 2016 eine Sockeldividende von 0,50 € pro Aktie auszuschütten. Auf Grund der regulären Dividende von 0,40 € pro Aktie ergibt sich für das GJ 2014 eine Ausschüttung in Höhe von insgesamt 0,90 €. Dies entspricht auf aktuellem Kursniveau einer Dividendenrendite von 5,5 %. Wir halten die Lösung der Sockeldividende gegenüber einer einmaligen Sonderdividende für überlegen, da sie die langfristigen Interessen des Unternehmens und der Aktionäre auch auf einen mittelfristigen Zeithorizont in Einklang bringt.
- Bilanziell haben sich bei der CENIT AG keine wesentlichen Veränderungen ergeben. Unverändert dominiert der Cashbestand mit einem Anteil an der Bilanzsumme von rund 50 %.
- Für die kommenden Jahre plant das Unternehmen eine deutliche Ausweitung der Umsatzerlöse im Eigensoftwarebereich. Hierfür wurde sowohl eine neue Software im Bereich „Digitale Fabrik“ entwickelt, als auch durch die Übernahme der SPI Numérique das Portfolio erweitert.
- Für das GJ 2015 gehen wir von Umsatzerlösen in Höhe von 127,00 Mio. € aus und einer weiteren Steigerung des EBIT auf dann 9,85 Mio. €. Die EBIT-Marge sollte, auch durch den Wegfall von einmaligen Belastungen in 2014, nochmals auf 7,8 % zulegen können. Für 2016 erwarten wir dann 8,0 %.
- **Die CENIT AG hat im GJ 2014 einmal mehr ihre operative Stärke unter Beweis gestellt und weist vor allem auf Grund ihrer Eigensoftware auch in den kommenden Jahren hervorragende Wachstumsaussichten auf. Zudem ist CENIT bilanziell hochsolide aufgestellt und sehr cashflowstark. Dies wird nun auch durch eine Sockeldividende von 0,50 € je Aktie unterstrichen.**
- **Auf Basis unserer Neueinschätzung haben wir das Kursziel für die CENIT AG von 14,00 € auf nunmehr 18,65 € angehoben. Daraus errechnet sich ein weiteres Upside-Potenzial von über 10 % ausgehend vom aktuellen Kursniveau. Das Rating KAUFEN wird entsprechend bestätigt.**

## INHALTSVERZEICHNIS

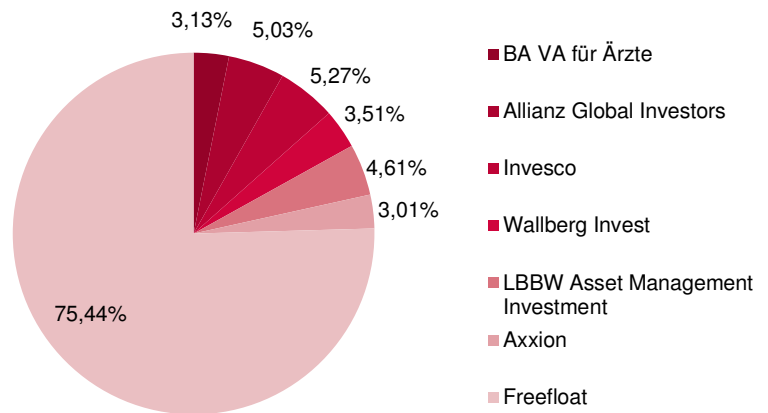
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Kundenstruktur.....	4
Referenzkunden (Auszug) .....	4
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>5</b>
Kennzahlen im Überblick .....	5
Geschäftsentwicklung 2014 .....	6
Abweichungsanalyse.....	6
Umsatzentwicklung .....	6
Ergebnisentwicklung .....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	9
SWOT-Analyse .....	10
Prognose und Modellannahmen .....	11
Umsatzprognosen .....	11
Ergebnisprognosen .....	12
<b>Bewertung .....</b>	<b>13</b>
Modellannahmen .....	13
Bestimmung der Kapitalkosten .....	13
Bewertungsergebnis .....	13
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>14</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>15</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

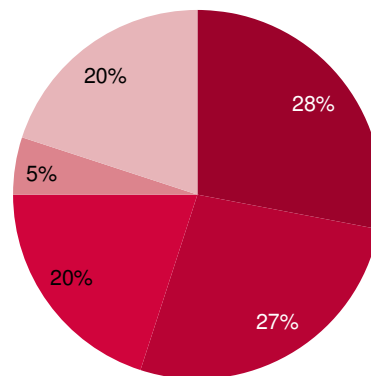
Aktionär	Anteil
BA VA für Ärzte	3,13%
Allianz Global Investors	5,03%
Invesco	5,27%
Wallberg Invest	3,51%
LBBW Asset Mgmt. Investment	4,61%
Axxion	3,01%
Freefloat	75,44%

Quelle: CENIT, GBC



### Kundenstruktur

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



Quelle: CENIT, GBC

### Referenzkunden (Auszug)



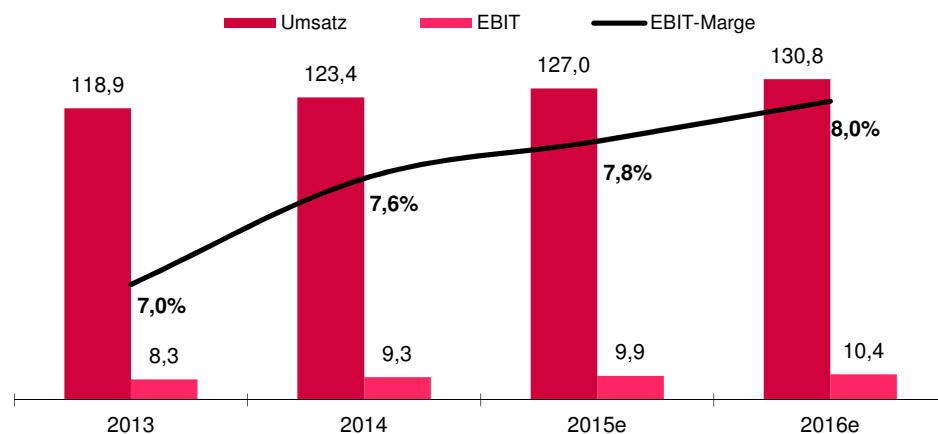
Quelle: CENIT

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>118,92</b>	<b>100,0%</b>	<b>123,39</b>	<b>100,0%</b>	<b>127,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>130,81</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderung	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
andere aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>118,92</b>	<b>100,0%</b>	<b>123,39</b>	<b>100,0%</b>	<b>127,00</b>	<b>100,0%</b>	<b>130,81</b>	<b>100,0%</b>
Materialaufwand	-46,90	-39,4%	-48,83	-39,6%	-50,42	-39,7%	-52,06	-39,8%
<b>Rohertrag</b>	<b>72,02</b>	<b>60,6%</b>	<b>74,57</b>	<b>60,4%</b>	<b>76,58</b>	<b>60,3%</b>	<b>78,75</b>	<b>60,2%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,22	1,0%	0,63	0,5%	0,50	0,4%	0,50	0,4%
Personalaufwand	-47,73	-40,1%	-49,13	-39,8%	-50,17	-39,5%	-51,34	-39,3%
Abschreibungen	-2,30	-1,9%	-2,33	-1,9%	-2,33	-1,8%	-2,30	-1,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,88	-12,5%	-14,41	-11,7%	-14,74	-11,6%	-15,19	-11,6%
Zinsergebnis	0,05	0,0%	0,08	0,1%	0,05	0,0%	0,05	0,0%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>8,38</b>	<b>7,0%</b>	<b>9,41</b>	<b>7,6%</b>	<b>9,90</b>	<b>7,8%</b>	<b>10,47</b>	<b>8,0%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-2,50	-2,1%	-3,05	-2,5%	-3,27	-2,6%	-3,45	-2,6%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>5,88</b>	<b>4,9%</b>	<b>6,36</b>	<b>5,2%</b>	<b>6,63</b>	<b>5,2%</b>	<b>7,01</b>	<b>5,4%</b>
EBITDA	10,63		11,66		12,18		12,72	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	8,9		9,5		9,6		9,7	
EBIT	8,33		9,33		9,85		10,42	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	7,0		7,6		7,8		8,0	
Ergebnis je Aktie in €	0,70		0,76		0,79		0,84	
Dividende je Aktie in €	0,35		0,90		0,95		1,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	8,368		8,368		8,368		8,368	

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



Quelle: CENIT, GBC

## Geschäftsentwicklung 2014

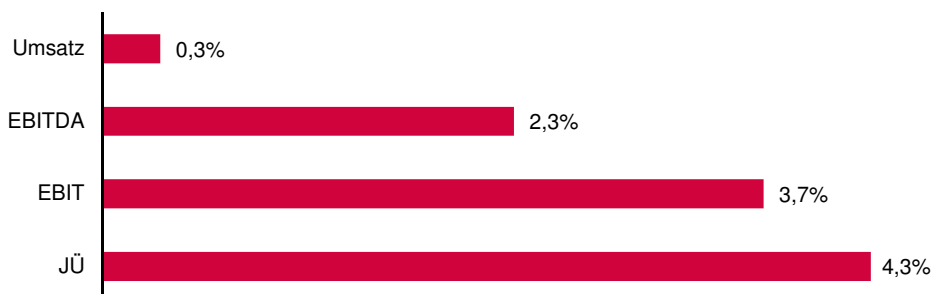
GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014	GJ 2014e GBC
Umsatzerlöse	118,92	+3,8%	123,39	123,00
EBITDA	10,63	+9,7%	11,66	11,40
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>8,9%</i>	<i>+0,6Pp.</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,3%</i>
EBIT	8,33	+12,0%	9,33	9,00
<i>EBIT-Marge</i>	<i>7,0%</i>	<i>+0,6Pp.</i>	<i>7,6%</i>	<i>7,3%</i>
Jahresüberschuss	5,88	+8,2%	6,36	6,10
EPS in €	0,70	+8,2%	0,76	0,73

Quelle: CENIT, GBC

### Abweichungsanalyse

Die CENIT AG konnte im abgelaufenen GJ 2014 unsere Schätzungen auf allen Ebenen übertreffen. Während die Umsatzerlöse nur leicht über unserer Prognose lagen, fielen die Ergebniskenngrößen deutlicher über unseren Schätzwerten aus. Das angestrebte eigene Wachstumsziel von 5 % konnte mit den erreichten 3,8 % nicht ganz erreicht werden, aber mit einem absoluten Umsatzniveau von 123,39 Mio. € wurde ein neuer Rekordwert in der Unternehmensgeschichte erreicht. Hintergrund der leicht schwächeren Entwicklung war unter anderem die nach der Restrukturierung des EIM-Bereiches noch zögerliche Entwicklung in diesem Segment. Aber auch im PLM-Segment wurden die Umsatzziele durch Projektverzögerungen nicht vollständig erreicht. Diese konnten jedoch auch auf Grund von Kostenentlastungen und einer anhaltenden Kostendisziplin mehr als kompensiert werden, so dass die erreichten Ergebnisse unsere Erwartungen übertrafen.

### Abweichung tatsächlich erreichte Zahlen 2014 ggü. Prognose GBC



Quelle: CENIT, GBC

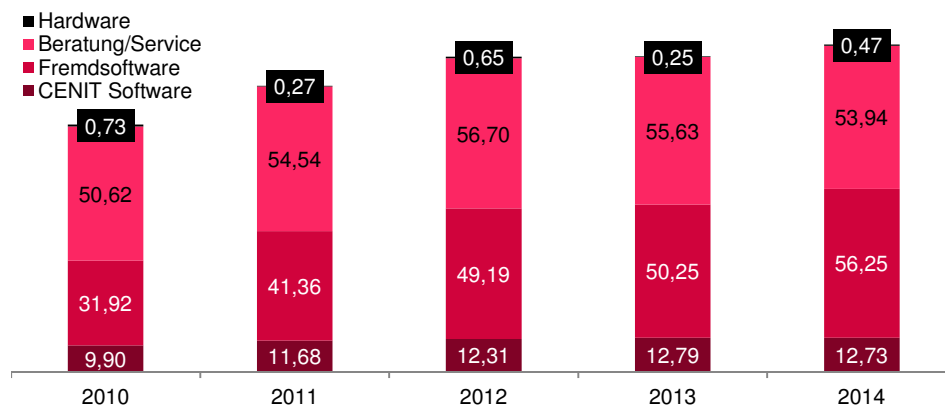
### Umsatzentwicklung

Den deutlichsten Wachstumsbeitrag hat erneut der Bereich Fremdsoftware beigetragen, mit einem überproportionalen Zuwachs um 11,9 %. Mit einem Umsatzanteil in Höhe von 45,6 % ist der Bereich auch nach wie vor der größte der CENIT AG. Die beiden Bereiche Beratung/Services und Eigensoftware waren jeweils leicht rückläufig gegenüber dem Vorjahr und konnten das bereits hohe Niveau des Vorjahres nahezu behaupten.

Einer der wesentlichen Gründe hierfür ist die in 2013 eingeleitete Restrukturierung des EIM-Segments gewesen. Hier wurde das Produktportfolio gestrafft und die Organisation neu formiert. Im Zuge dessen wurde auch auf wenig rentable Aufträge verzichtet, was darüber hinaus auch auf das PLM-Segment zutraf. Die Auswirkungen daraus konnten in 2014 noch nicht vollständig überwunden werden, wenngleich man z.B. im Q3 2014 bereits positive Impulse sehen konnte. Zwar hatten wir uns hier noch stärkere Effekte bereits in 2014 erwartet, sehen jedoch damit auch weiteres Aufwärtspotenzial für 2015.

Auch der Bereich Eigensoftware lag in 2014 nur auf Vorjahresniveau und hat damit noch keine entscheidenden Wachstumsimpulse geliefert. Dies war auch noch nicht zu erwarten, denn die neu entwickelte Software FASTSUITE Edition 2 wurde erst Mitte des Jahres 2014 auf den Markt gebracht und sollte damit erst in 2015 erste nennenswerte Umsatzerlöse generieren.

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



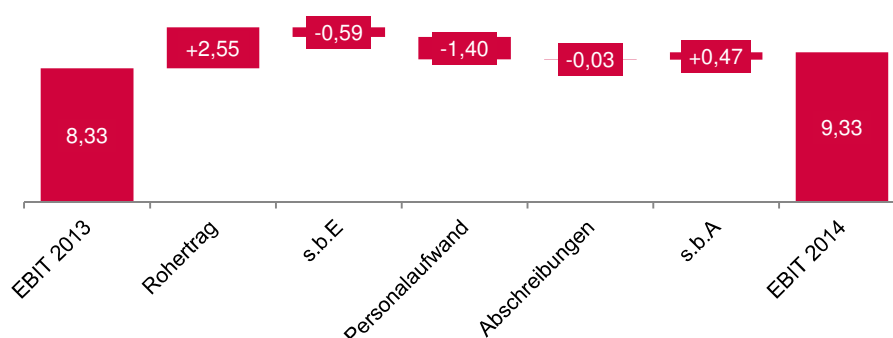
Quelle: CENIT, GBC

Insgesamt betrachtet war die Umsatzentwicklung der CENIT AG in 2014 zufriedenstellend, weist aber weiteres organisches Verbesserungspotenzial auf, das in den Jahren 2015 und 2016 gehoben werden sollte.

#### Ergebnisentwicklung

Die nachfolgende Grafik veranschaulicht die Entwicklung des EBIT, das mit 9,33 Mio. € exakt 1 Mio. € über dem Vorjahresniveau ausfiel. Wesentlicher Einflussfaktor dabei war der um 2,55 Mio. € verbesserte Rohertrag auf Grund der gesteigerten Umsatzerlöse, insbesondere im Fremdsoftwarebereich.

#### EBIT-Brücke 2013-2014 (in Mio. €)



Quelle: CENIT, GBC

Die sonstige betrieblichen Erträge lagen mit 0,63 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus, da positive Einmaleffekte aus Rückstellungsaufösungen und Versicherungsentschädigungen in 2014 planmäßig nicht mehr anfielen. Insofern ist die Verbesserung der Kernrentabilität sowie der Ergebnisqualität im GJ 2014 noch besser einzuschätzen.

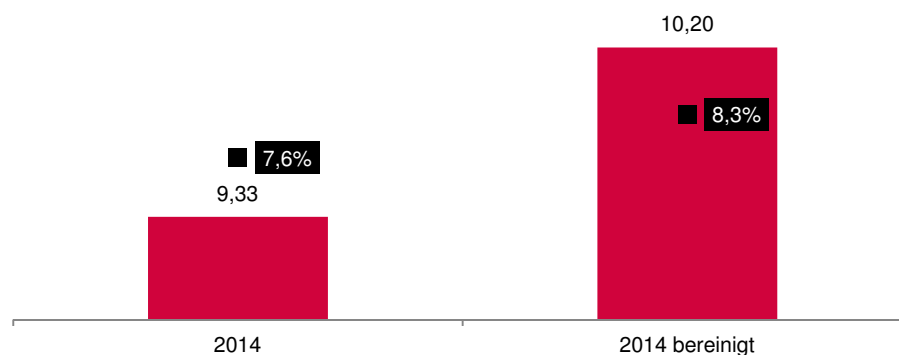
Der Personalaufwand stieg gegenüber 2013 um 1,40 Mio. €, obwohl der Personalbestand im Jahresverlauf von 671 auf 659 Mitarbeiter reduziert wurde. Hintergrund dessen sind um 0,91 Mio. € erhöhte Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen, vor allem im



Zusammenhang mit der Entwicklung von FASTSUITE Edition 2. Auch die erfolgsabhängigen Vergütungen haben sich auf Grund der guten Geschäftsentwicklung gegenüber 2013 um 0,81 Mio. € erhöht.

Die dritte Senkung in Folge konnte hingegen bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erreicht werden. Wesentliche Faktoren waren dabei weitere Entlastungen bei den Mietaufwendungen sowie Personalgewinnungskosten.

#### EBIT 2014 as reported und bereinigt (in Mio. €)



Quelle: GBC

Hervorzuheben ist das GJ 2014 betreffend auch, dass das Ergebnis durch zwei Sondereffekte in Höhe von insgesamt 0,87 Mio. € negativ beeinflusst war. Zum einen wurden 0,76 Mio. € für Abfindungen im Zuge von Beendigungen von Arbeitsverhältnissen aufgewendet. Diese sollten in 2015 nicht wiederkehren. Des Weiteren sind im Ergebnis 0,11 Mio. € Nebenkosten aus dem Erwerb der SPI Numérique SARL enthalten, welche ebenfalls im kommenden Jahr nicht mehr anfallen werden.

Bereinigt man das ausgewiesene EBIT von 9,33 Mio. € um diese Einmaleffekte, ergibt sich ein bereinigtes EBIT von 10,20 Mio. €. Die bereinigte EBIT-Marge liegt bei 8,3 % und damit um 0,7 Prozentpunkte über der ausgewiesenen Marge. Das bereinigte EBIT gibt damit eine gute Indikation, welche Richtung die Ergebnissituation der CENIT AG in den kommenden Perioden einnehmen kann.

Sehr positiv ist in unseren Augen auch die Entscheidung zur Dividendenausschüttung zu sehen. Das Jahr 2014 hat einmal mehr gezeigt, wie cashflowstark das Geschäftsmodell der CENIT AG ist. Neben der zusätzlich hohen Liquiditätsausstattung ist dies eine gute Grundlage, erhöhte Dividendenausschüttungen vorzunehmen.

Mit einer Sockeldividende von 0,50 € und einer regulären Dividende von 0,40 € soll für das GJ 2014 eine Ausschüttung von 0,90 € je Aktie erfolgen. Dies entspricht auf dem aktuellen Kursniveau einer Dividendenrendite von 5,5 %. Darüber hinaus soll die Sockeldividende von 0,50 € pro Aktie auch in den kommenden beiden Jahren beibehalten werden, so dass auch für 2015 und 2016 mit hohen Dividendenzahlungen gerechnet werden kann.

Wir schätzen die Lösung der Sockeldividende als eine sehr gute Lösung ein, die hohe Kapitalisierung des Unternehmens zu regulieren und gleichzeitig die Aktionäre am Erfolg des Unternehmens zu beteiligen. Die Sockeldividende gegenüber einer einmaligen Sonderausschüttung entspricht den ökonomisch nachhaltigen Prinzipien des Unternehmens und hat auch für die Aktionäre einen mittelfristigen Bindungseffekt.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	34,65	35,93	39,35
EK-Quote (in %)	58,7 %	59,5 %	58,8 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Liquide Mittel	25,78	28,63	33,25
Nettoverschuldung	-25,78	-28,63	-33,25
Operatives Anlagevermögen	7,25	6,19	6,40
Working Capital	1,52	0,97	-0,60

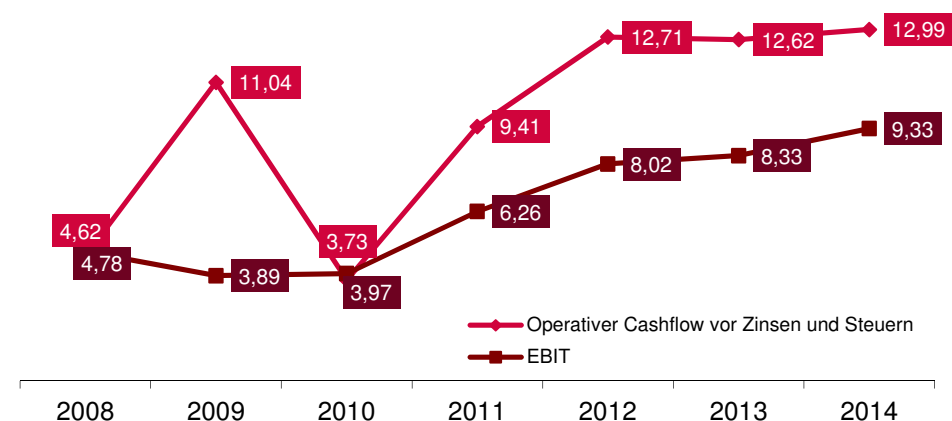
Quelle: Cenit, GBC

Bilanziell gesehen haben sich bei der CENIT AG im GJ 2014 keine wesentlichen Veränderungen ergeben. Vielmehr haben sich die positiven Tendenzen der Vorjahre weiterhin fortgesetzt. So legte das Eigenkapital weiter auf nunmehr 39,35 Mio. € zu und der Cashbestand kletterte auf 33,25 Mio. €. Auf Bankfinanzierungen greift das Unternehmen nach wie vor nicht zurück. Der Cashbestand machte zum Ende des GJ 2014 einen Anteil an der Bilanzsumme von fast 50 % aus.

Ein wesentlicher Grund für die sehr komfortable bilanzielle Situation der CENIT AG ist die hohe Cashflowstärke. In den vergangenen Jahren erwirtschaftete das Unternehmen stets positive operative Cashflows. Gleichzeitig waren diese über den Zeitverlauf tendenziell zunehmend. Darüber hinaus ist das Geschäftsmodell nicht kapitalintensiv, so dass sich der jährliche Investitionsbedarf in einem Rahmen von 1-2 Mio. € bewegt.

Am hohen Cashflow lässt sich auch die gute Ergebnisqualität des Unternehmens ablesen. Der operative Cashflow vor gezahlten Zinsen und Steuern weist ebenfalls eine steigende Tendenz auf und markierte in 2014 mit 12,99 Mio. € einen neuen Rekordwert. Im Verhältnis zu den EBIT-Zahlen der vergangenen Jahre wird deutlich, dass die generierten Cashflows stets auf EBIT-Niveau oder in den meisten Fällen sogar deutlich darüber lagen.

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



Der Hintergrund der Generierung der hohen Cashüberschüsse ist unter anderem auch der steigende Anteil des Wartungsgeschäfts, das wiederum durch das florierende Fremdsoftwaregeschäft beflügelt wird. Wartungserlöse werden in der Regel vorab bezahlt und dann über den Zeitverlauf abgearbeitet und als Umsatz verbucht. Abzulesen ist diese Entwicklung auch an den passiven Rechnungsabgrenzungen, welche in den letzten Jahren deutlich zugelegt haben.

## SWOT-Analyse

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

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)	GJ 2016e
Umsatzerlöse	123,39	131,25	127,00	130,81
EBITDA	11,66	11,70	12,18	12,72
EBITDA-Marge	9,5%	8,9%	9,6%	9,7%
EBIT	9,33	9,50	9,85	10,42
EBIT-Marge	7,6%	7,2%	7,8%	8,0%
Konzernjahresüberschuss	6,36	6,40	6,63	7,01
EPS in €	0,76	0,77	0,79	0,84

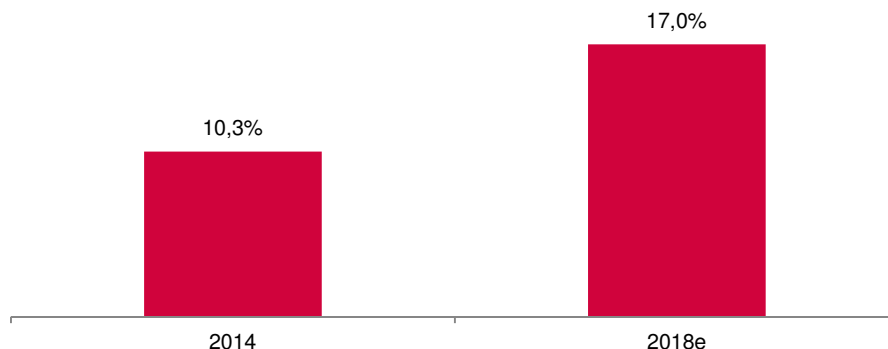
Quelle: CENIT, GBC

### Umsatzprognosen

Gemäß dem strategischen Leitrahmen „CENIT 2018“ ist es das Ziel der CENIT AG bis zum Jahr 2018 ein Umsatzvolumen von 150 Mio. € zu erreichen. Dieses Ziel soll organisch erreicht werden, womit eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 5 % zu Grunde gelegt wird.

Einer der wesentlichen Wachstumstreiber soll und muss dabei der Bereich Eigensoftware sein. Der Anteil an der Eigensoftware soll bis 2018 von 10,3 % auf 17,0 % gesteigert werden. In absolute Zahlen umgerechnet, würde dies ein Umsatzvolumen bei der Eigensoftware von 25,5 Mio. € bedeuten, also eine Verdopplung ausgehend vom Stand 2014. Für die beiden weiteren Bereiche bedürfte es damit lediglich einer jährlichen Steigerung um 3 %, um das Wachstumsziel zu unterstützen.

### Erwarteter Umsatzanteil Eigensoftware am Gesamtumsatz bis 2018



Quelle: Berechnung GBC

Um das ambitionierte Wachstumsziel im Eigensoftwarebereich zu erreichen, hat die CENIT AG jüngst ihre Entwicklungsanstrengungen erweitert und mit der Software FASTSUITE Edition 2 ein neues Produkt auf den Markt gebracht, der laut Unternehmensaussagen ein Meilenstein im Bereich der „Digitalen Fabrik“ darstellt. Auch mit der Übernahme der SPI Numérique hat CENIT in 2014 ihre Softwarekompetenz mit der Software cenitSPIN verstärkt. Beide Software-Produkte sind dem PLM-Bereich zuzuordnen.

Auch das Segment EIM sollte ab dem Jahr 2015 wieder steigende Umsatzerlöse aufweisen können, nachdem die Umstrukturierung inzwischen abgeschlossen ist. Erste positive Impulse waren über das Jahr 2014 hinweg bereits zu beobachten.

Für das Jahr 2015 geht das Management der CENIT AG von einem Umsatzzuwachs in Höhe von lediglich 3 %, also auf rund 127 Mio. € aus. Wir passen unsere Umsatzerwartung an diese Prognose an, gehen jedoch davon aus, dass diese als konservativ einzuschätzen ist.

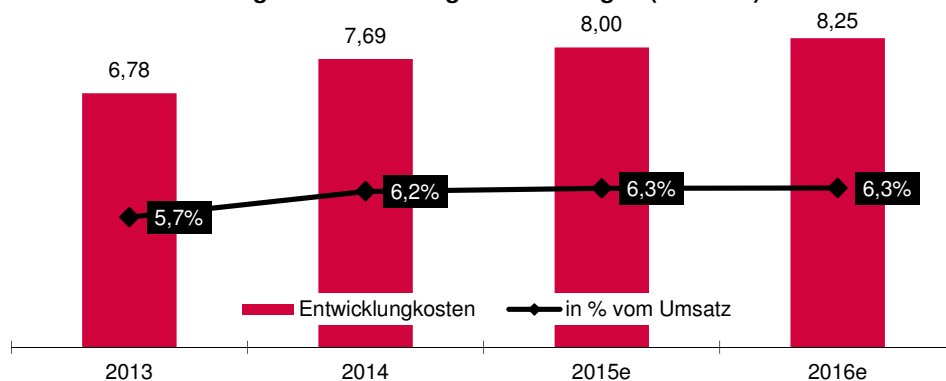
## Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig hat sich das Management der CENIT AG bis 2018 zum Ziel gesetzt eine EBIT-Marge von 10 % zu erreichen. Bei dem angestrebten Umsatzniveau von 150 Mio. € würde dies einem EBIT von 15 Mio. € gleichkommen. Ein großer Teil des Ergebniszuwachses soll dabei entsprechend aus dem Bereich Eigensoftware generiert werden.

Unsere EBIT-Erwartungen für 2015 heben wir leicht nach oben an und gehen nunmehr von einem EBIT von 9,90 Mio. € aus. Dies entspricht einem erwarteten Zuwachs um 5,3 %. Damit liegen wir mit der EBIT-Prognose leicht über der Guidance des Managements.

Wesentliche Ergebnistreiber sollten einmal mehr Skaleneffekte auf Grund des steigenden Umsatzniveaus sowie die gleichzeitig klar unterproportional zulegende Fixkostenstruktur sein. Auch beim Personalaufwand erwarten wir in 2015 nicht nur einen erneut unterproportionalen Zuwachs zum Umsatz, sondern sollte der Zuwachs auch geringer ausfallen als in 2014. Hintergrund dessen sollten die entfallenden Abfindungszahlungen in Höhe von 0,76 Mio. € sein, die in 2015 nicht mehr zu erwarten sind. Leicht gegenläufig dürften dabei die weiter steigenden Entwicklungsaufwendungen wirken. Diese werden erwartungsgemäß auch in 2015 weiter zulegen, um das Softwareangebot des Unternehmens noch weiter zu verbessern und auszuweiten. Die Quote der Entwicklungskosten zu den Umsatzerlösen erwarten wir jedoch nahezu unverändert.

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



Quelle: Berechnung GBC

Für die Jahre 2015 und 2016 besteht zudem weiteres Ergebnissteigerungspotenzial aus dem Segment EIM. Nachdem die Restrukturierung erfolgreich beendet wurde, lag die Rentabilität des Segments in 2014 noch auf dem Niveau von 2013 und vor allem noch deutlich unter der des PLM-Segments. Daraus ergibt sich für die kommenden Jahre noch deutliches Aufhol- und Steigerungspotenzial.

Für 2016 erwarten wir dann ein EBIT von 10,47 Mio. € bzw. das Erreichen einer EBIT-Marge in Höhe von 8,0 %. Insbesondere in den Folgejahren sollten sich dann die steigenden Eigensoftwareanteile nochmals deutlicher positiv auswirken. In unseren mittelfristigen Prognosen, die dem DCF-Modell zu Grunde liegen, gehen wir derzeit von einer Ziel-EBIT-Marge von lediglich 9 % aus. Hierbei haben wir also einen konservativen Abschlag auf die Zielgröße des Unternehmens von 10 % angesetzt, um möglichen konjunkturellen Schwankungen in den kommenden Jahren und damit verbundenen Risiken Rechnung zu tragen.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 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 10,0 % 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.

**Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.**

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

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell unverändert ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,0 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als **Kursziel 18,65 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 14,00 € nach oben hin angepasst.

## DCF-MODELL

### CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	9,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	50,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	127,00	130,81	134,79	138,88	143,11	147,46	151,94	156,56	
US Veränderung	2,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	22,80	27,42	34,69	40,34	44,43	47,40	49,73	51,71	
EBITDA	12,18	12,72	13,53	13,94	14,37	14,80	15,25	15,72	
EBITDA-Marge	9,6%	9,7%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	9,85	10,42	11,15	12,00	12,65	13,19	13,70	14,19	
EBITA-Marge	7,8%	8,0%	8,3%	8,6%	8,8%	8,9%	9,0%	9,1%	9,1%
Steuern auf EBITA	-3,25	-3,44	-3,68	-3,96	-4,17	-4,35	-4,52	-4,68	
zu EBITA	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	6,60	6,98	7,47	8,04	8,47	8,84	9,18	9,51	
Kapitalrendite	113,8%	139,9%	197,5%	316,9%	412,6%	493,8%	561,0%	619,0%	664,5%
Working Capital (WC)	-0,58	-0,99	-1,35	-1,39	-1,43	-1,47	-1,52	-1,57	
WC zu Umsatz	-0,5%	-0,8%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	
Investitionen in WC	-0,02	0,41	0,36	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,57	4,77	3,89	3,44	3,22	3,11	3,06	3,03	
AFA auf OAV	-2,33	-2,30	-2,39	-1,94	-1,72	-1,61	-1,56	-1,53	
AFA zu OAV	41,7%	48,2%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	4,99	3,78	2,54	2,05	1,79	1,64	1,54	1,46	
EBITDA	12,18	12,72	13,53	13,94	14,37	14,80	15,25	15,72	
Steuern auf EBITA	-3,25	-3,44	-3,68	-3,96	-4,17	-4,35	-4,52	-4,68	
Investitionen gesamt	-1,52	-1,09	-1,14	-1,46	-1,46	-1,46	-1,46	-1,45	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,02	0,41	0,36	0,04	0,04	0,04	0,04	0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,41	8,19	8,71	8,52	8,74	8,99	9,28	9,58	138,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	119,68	122,28
Barwert expliziter FCFs	44,22	40,01
Barwert des Continuing Value	75,47	82,27
Nettoschulden (Net debt)	-33,48	-33,77
Wert des Eigenkapitals	153,16	156,05
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	153,16	156,05
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,30	18,65

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	9,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,4%
WACC	9,0%

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
464,5%	17,33	16,46	15,73	15,10	14,55
464,5%	19,16	18,11	17,21	16,45	15,78
664,5%	20,99	19,75	18,65	17,80	17,01
764,5%	22,81	21,39	20,18	19,14	18,24
864,5%	24,64	23,03	21,67	20,49	19,47

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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



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

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

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

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

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

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

**§ 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](mailto:lindermayr@gbc-ag.de).

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Analyst**

**§ 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®**  
**- 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)