



Researchstudie (Anno)

Cenit AG

cenit

Eigensoftwareanteil auf 13 % gesteigert

-

Ziel einer EBIT-Marge von 10 % fest im Blick

Kursziel: 22,50 € (bislang: 20,50 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16**

EXECUTIVE SUMMARY

- Das GJ 2015 konnte die CENIT AG erneut erfolgreich abschließen. Dabei waren zwar die Umsatzerlöse leicht um 1,6 % rückläufig, jedoch verbesserte sich der Umsatzmix, so dass auch dadurch eine Verbesserung der Ergebnisse erreicht wurde. So wurde insbesondere im margenstarken Bereich der Eigensoftware ein Zuwachs um 25,3 % auf 15,95 Mio. € erreicht. Dadurch erhöhte sich der Umsatzanteil der Eigensoftware an den Gesamtumsatzerlösen auf nunmehr 13,1 %.
- Aufgrund des klar verbesserten Umsatzmixes wurde trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung ein Rohertrag auf Vorjahresniveau erzielt. Zudem waren auch beim größten Kostenblock, den Personalaufwendungen, niedrigere Werte als im Vorjahr zu verzeichnen. Außerdem waren die sonstigen betrieblichen Erträge durch Auflösungen von Rückstellungen in Höhe von 0,78 Mio. € begünstigt. Demgegenüber standen jedoch per Saldo auch Währungsaufwendungen in Höhe von 0,47 Mio. €
- Das EBIT konnte vor diesem Hintergrund im GJ 2015 um 13,7 % auf 10,60 Mio. € verbessert werden. Die EBIT-Marge erhöhte sich um 1,1 Prozentpunkte auf 8,7 %. Zum EBIT-Anstieg trugen dabei beide Segmente, PLM und EIM, bei. Erfreulich ist vor allem die Entwicklung im EIM-Segment, das ein EBIT von 1,48 Mio. € beisteuerte, nach 0,96 Mio. € im Vorjahr. Mit einer EBIT-Marge von nunmehr 6,3 % konnte die Rentabilität wieder merklich gesteigert werden.
- Die Zahlen für das GJ 2015 machen deutlich, dass die Entwicklungsanstrengungen der vergangenen Jahre im Bereich der Eigensoftware Früchte tragen und vor allem im Bereich der Digitalisierung von industriellen Prozessen bei den Kunden der CENIT AG immer mehr nachgefragt werden. Vor dem Hintergrund der starken Dynamisierung des Eigensoftwaregeschäft im Jahr 2015 erscheint auch das Ziel eines Eigensoftwareanteils von 17 % bis zum Jahr 2018 immer konkreter erreichbar zu werden.
- Für das GJ 2016 erwarten wir einen weiteren Zuwachs der Umsatzerlöse auf 126,75 Mio. € sowie eine überproportionale Steigerung des EBIT um 8,7 % auf dann 11,53 Mio. €. Die verbesserte EBIT-Marge von 9,1 % dürfte erneut wesentlich von einem erhöhten Eigensoftwareanteil getragen werden, welchen wir für 2015 bei rund 15 % erwarten. Auch in 2017 rechnen wir mit weiteren Zuwächsen bei Umsatz, EBIT und EBIT-Marge.
- Mit den Zahlen für das GJ 2015 hat die CENIT AG deutlich gemacht, dass die gesteckten Ziele für das Jahr 2018 erreicht werden können. Insbesondere hinsichtlich der EBIT-Marge von 10 % erscheint ein Erreichen realistisch, wenn die jüngste Dynamik im Eigensoftwarebereich fortgesetzt werden kann. Auch der weiteren Margen-Verbesserung im Segment EIM dürfte für die Zielerreichung eine wichtige Rolle beigemessen werden.
- **Auf Basis der Zahlen für 2015 haben wir nicht nur unsere Ergebnisprognosen für 2016 angehoben, sondern auch die Mittelfristerwartungen leicht erhöht. Daraus resultiert eine Anhebung des Kursziels von vormals 20,50 € auf nunmehr 22,50 €. Aus dem sich daraus ergebenden Kurspotenzial leitet sich das Rating KAUFEN ab, das wir damit bestätigen.**

INHALTSVERZEICHNIS

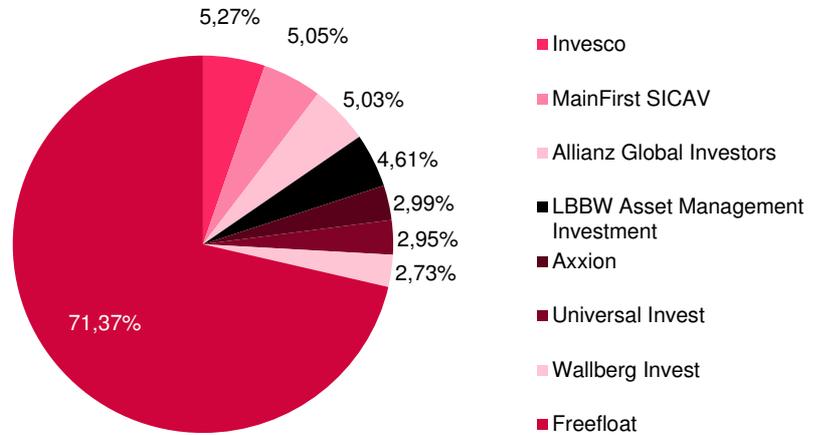
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Kundenstruktur.....	4
Referenzkunden (Auszug)	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2015	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

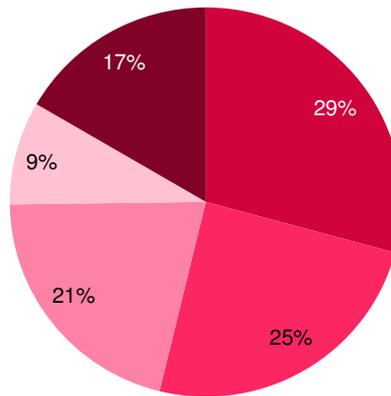
Aktionär	Anteil
Invesco	5,27%
MainFirst SICAV	5,05%
Allianz Global Investors	5,03%
LBBW Asset Mgmt. Investment	4,61%
Axxion	2,99%
Universal Invest	2,95%
Wallberg Invest	2,73%
Freefloat	71,37%

Quelle: comdirect, GBC



Kundenstruktur

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



Quelle: CENIT, GBC

Referenzkunden (Auszug)

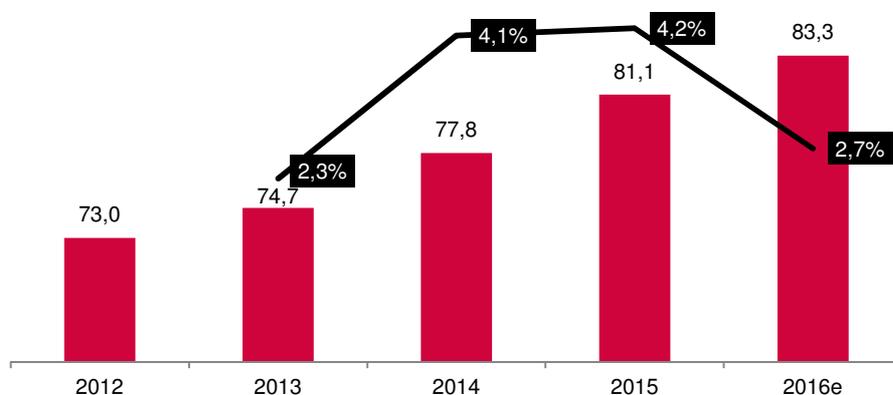


Quelle: CENIT

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche IT-Markt hat sich im Jahr 2015 ähnlich gut entwickelt wie im Vorjahr. Nachdem in 2014 ein Wachstum um 4,1 % erreicht wurde, lag dieses in 2015 bei nunmehr 4,2 % auf 81,1 Mrd. €. Dabei zeigte sich vor allem das Subsegment Software als der maßgebliche Wachstumstreiber, mit einem Zuwachs um 5,4 % gegenüber 2014. Aber auch der starke Smartphoneabsatz war ein Wachstumsfaktor. Auch für das laufende Jahr 2016 ist der Branchenverband BITKOM optimistisch, dass das Wachstum fortgesetzt werden wird. Dabei geht der Verband davon aus, dass das Wachstumstempo mit 2,7 % etwas verlangsamt sein wird, was auf eine erwartungsgemäß abnehmende Dynamik im Bereich der Hardware zurückgeführt wird. Mit 83,3 Mrd. € Marktvolumen soll die IT-Branche auf jeden Fall einen neuen Höchststand markieren können.

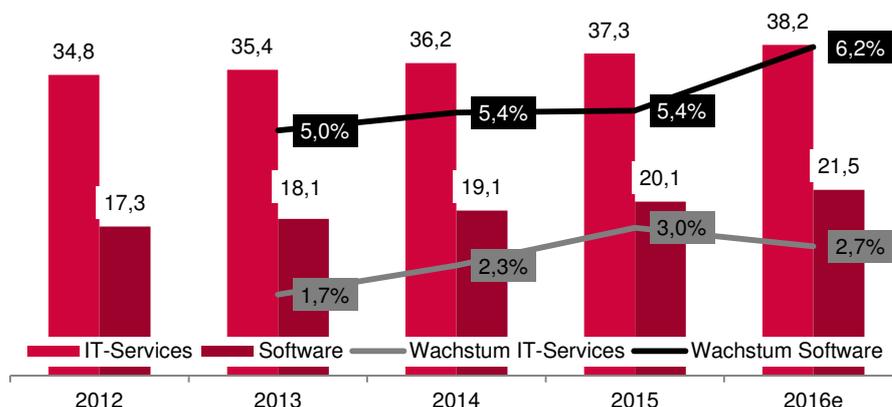
Entwicklung des deutschen IT-Marktes (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM

Für die beiden für die CENIT AG relevanten Bereiche ist BITKOM auch für 2016 unverändert optimistisch. Während der Bereich der IT-Services auch in 2016 mit 2,7 % das Wachstumstempo des Jahres 2015 beibehalten soll, wird für den Software-Bereich sogar davon ausgegangen, dass sich die Wachstumsdynamik noch einmal beschleunigt. Die Experten gehen von einem Zuwachs um 6,2 % aus. Das starke Wachstum im Software-Bereich, das schon seit mehreren Jahren anhält, wird vor allem mit der zunehmenden Digitalisierung der gesamten Wirtschaft begründet, was entsprechend einen vermehrten Einsatz von Softwarelösungen erfordert. Insofern ist davon auszugehen, dass Software auch in den kommenden Jahren der Wachstumstreiber der IT-Branche bleiben wird. Jedoch sollten dadurch auch die IT-Services weiter an Bedeutung gewinnen.

Entwicklung des deutschen Marktes für IT-Services und Software (in Mrd. €)



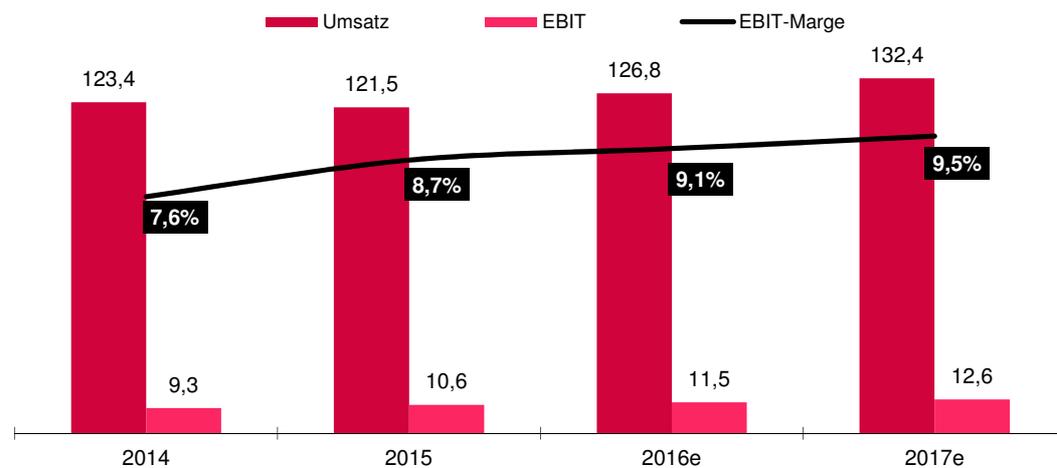
Quelle: BITKOM

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014		GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e	
Umsatzerlöse	123,39	100,0%	121,48	100,0%	126,75	100,0%	132,37	100,0%
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%
Gesamtleistung	123,39	100,0%	121,48	100,0%	126,75	100,0%	132,37	100,0%
Materialaufwand	-48,83	-39,6%	-46,89	-38,6%	-48,67	-38,4%	-50,70	-38,3%
Rohhertrag	74,57	60,4%	74,59	61,4%	78,08	61,6%	81,67	61,7%
Sonstige betriebliche Erträge	0,63	0,5%	1,79	1,5%	0,50	0,4%	0,50	0,4%
Personalaufwand	-49,13	-39,8%	-48,55	-40,0%	-50,50	-39,8%	-52,50	-39,7%
Abschreibungen	-2,33	-1,9%	-2,10	-1,7%	-2,00	-1,6%	-2,10	-1,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,41	-11,7%	-15,13	-12,5%	-14,55	-11,5%	-15,00	-11,3%
Zinsergebnis	0,08	0,1%	0,02	0,0%	0,02	0,0%	0,03	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	9,41	7,6%	10,62	8,7%	11,55	9,1%	12,60	9,5%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-3,05	-2,5%	-3,31	-2,7%	-3,58	-2,8%	-3,91	-3,0%
Jahresüberschuss	6,36	5,2%	7,32	6,0%	7,97	6,3%	8,70	6,6%
EBITDA	11,66		12,70		13,53		14,67	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	9,5		10,5		10,7		11,1	
EBIT	9,33		10,60		11,53		12,57	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	7,6		8,7		9,1		9,5	
Ergebnis je Aktie in €	0,76		0,87		0,95		1,04	
Dividende je Aktie in €	0,90		1,00		1,00		1,00	
Aktienzahl in Mio. Stück	8,368		8,368		8,368		8,368	

Umsatz- und Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: CENIT, GBC

Geschäftsentwicklung 2015

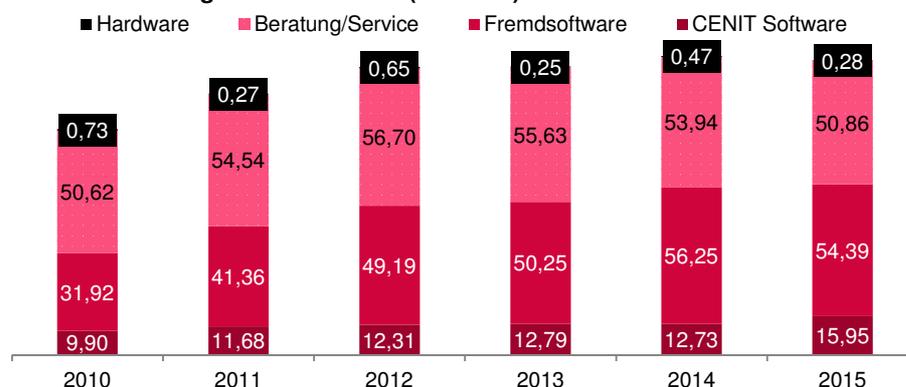
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	Δ zum VJ	GJ 2015	GJ 2015e GBC
Umsatzerlöse	123,39	-1,6%	121,48	124,00
EBITDA	11,66	+8,9%	12,70	12,20
EBITDA-Marge	9,5%	+1,0Pp.	10,5%	9,8%
EBIT	9,33	+13,7%	10,60	10,10
EBIT-Marge	7,6%	+1,1Pp.	8,7%	8,2%
Jahresüberschuss	6,36	+15,1%	7,32	6,80
EPS in €	0,76	+15,1%	0,87	0,81

Quelle: CENIT, GBC

Umsatzentwicklung

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 121,48 Mio. € lag die CENIT AG leicht unterhalb ihrer eigenen, als auch unserer Prognose. Zudem war ein leichter Rückgang um 1,6 % gegenüber dem Vorjahresniveau zu verzeichnen. Ursächlich für den Rückgang war dabei das Segment EIM, wo in 2015 8,8 % weniger umgesetzt wurden. Im PLM-Segment war hingegen ein leichter Umsatzzuwachs um 0,4 % zu verzeichnen. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die CENIT AG im GJ 2015 auf Rentabilität gesetzt hat und in diesem Zusammenhang auf Projekte und Umsätze mit niedrigem Margenbeitrag bewusst verzichtet hat. Dies hat sich vor allem bei den Ergebnissen positiv niedergeschlagen (siehe *Ergebnisentwicklung*) und die Margen trotz niedrigerer Umsätze gestärkt.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)

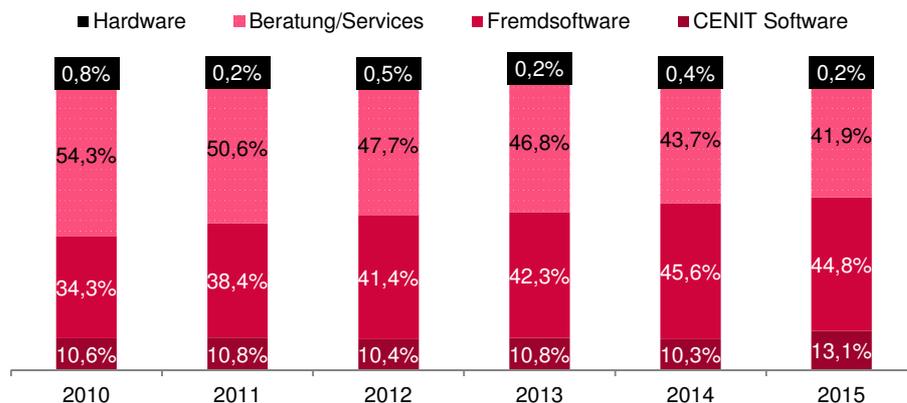


Quelle: CENIT, GBC

Die Konzentration auf margenstarke Umsatzerlöse hat auch zu einer weiteren Verschiebung des Umsatzmixes geführt. So konnte insbesondere im Bereich der Eigensoftware eine deutliche Verbesserung herbeigeführt werden. Mit 15,95 Mio. € wurde hier eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 25,3 % erreicht. Da sich die beiden anderen Bereiche Beratung/Services und Fremdsoftware leicht rückläufig entwickelten, stieg vor allem auch der Umsatzanteil der Eigensoftware auf nunmehr 13,1 %. Dabei wurden insbesondere die Softwareprodukte FASTSUITE und CENITCONNECT im PLM-Bereich sowie ECLISO und der IBM ECM System Monitor im ECM-Bereich erfolgreich verkauft.

Wenngleich schon in den Vorjahren jeweils Steigerungen der Eigensoftware-Umsätze erreicht wurden, hat die Dynamik in 2015 eine neue Qualität angenommen. Insofern scheint das Unternehmen die Entwicklungsaktivitäten für seine Softwareprodukte in den vergangenen Jahren gut adressiert und gut an dem zunehmenden Digitalisierungsbedarf der Industrie ausgerichtet zu haben. Das Ziel, einen Eigensoftwareumsatzanteil von 17 % bis zum Jahr 2018 zu erreichen, nimmt mit dem Erreichten in 2015 konkrete Formen an.

Entwicklung des Umsatzanteils nach Bereichen (in %)

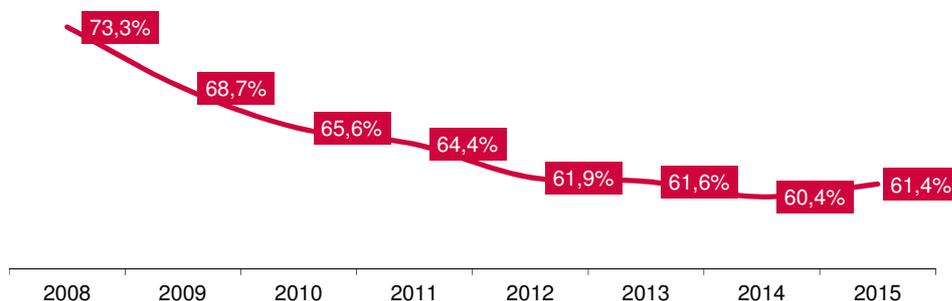


Quelle: CENIT, GBC

Ergebnisentwicklung

Der zugunsten der Eigensoftware verbesserte Umsatzmix wirkte sich positiv auf die Ertragslage der CENIT AG aus. So konnte der Rohertrag absolut betrachtet trotz der niedrigeren Umsatzerlöse mit 74,59 Mio. € auf Vorjahresniveau gehalten werden. Die Rohertragsmarge verbesserte sich vor diesem Hintergrund zum ersten Mal seit dem Jahr 2007.

Historische Entwicklung der Rohertragsmarge



Quelle: CENIT, GBC

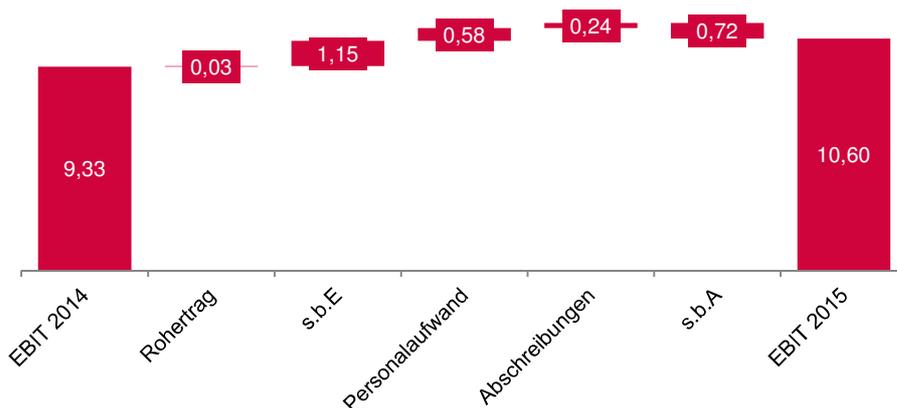
Insbesondere bei den Personalaufwendungen wurden darüber hinaus deutliche Reduktionen herbeigeführt. Mit einem von 659 auf 628 Mitarbeiter gesunkenen Personalkapazität sank der Personalaufwand um 1,2 % auf 48,55 Mio. €. Der Rückgang des Personalbestandes ist dabei zum Teil projektbedingt und zum Teil der knappen Verfügbarkeit von qualifiziertem Personal am Markt geschuldet. Tendenziell plant das Unternehmen jedoch die Personalkapazitäten weiter aufzubauen.

Die sonstigen betrieblichen Erträge lagen mit 1,79 Mio. € deutlich über Vorjahresniveau, was insbesondere mit Erträgen aus der Auflösung von Rückstellungen für Personalmaßnahmen in Höhe von 0,78 Mio. € begründet ist. Zudem beeinflussten Währungsgewinne in Höhe von 0,48 Mio. € die sonstigen betrieblichen Erträge positiv.

Den Währungserträgen standen jedoch auch Währungsaufwendungen in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 0,95 Mio. € gegenüber, welche deshalb über Vorjahresniveau lagen. Bereinigt um die Währungsaufwendungen lagen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit 14,18 Mio. € nahezu exakt auf Vorjahresniveau. Dies verdeutlicht einmal mehr die hohe Kostendisziplin der CENIT AG.

Insgesamt ist das EBIT des GJ 2015 demnach mit Währungsverlusten in Höhe von 0,47 Mio. € belastet gewesen. Dennoch wurde ein EBIT-Wert von 10,60 Mio. € erreicht und damit 13,7 % mehr als im Vorjahr. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 7,6 % auf 8,7 %. An dieser Entwicklung ist klar erkennbar, wie wirkungsvoll die Fokussierung auf die Entwicklung und den Vertrieb der Eigensoftware hinsichtlich der Ergebnisentwicklung ist. Nicht zuletzt wurde unsere EBIT-Prognose von 10,10 Mio. € übertroffen.

EBIT-Brücke 2014-2015 (in Mio. €)



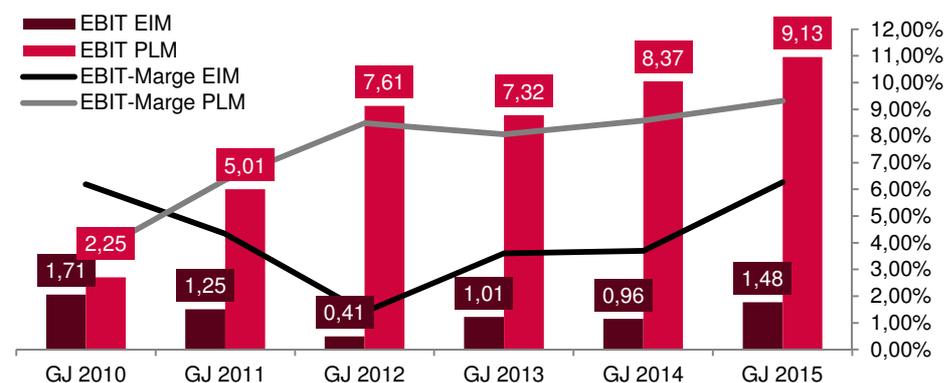
Quelle: CENIT, GBC

Hinsichtlich der Segmententwicklung wird deutlich, dass auch der EIM-Bereich einen wesentlichen Teil zur Ergebnisverbesserung beigetragen hat. Während sich der Umsatz im Segment EIM rückläufig entwickelte, machte das EBIT einen deutlichen Sprung auf 1,48 Mio. €, nach 0,96 Mio. € im Vorjahr. Auch hier machten sich erfolgreiche Softwareverkäufe positiv bemerkbar. Die Segment-EBIT-Marge erreichte zudem mit 6,3 % wieder das Niveau des Jahres 2010.

Wenngleich die historisch erreichten Werte für das EBIT und die EBIT-Marge im Segment EIM noch nicht wieder erreicht werden konnten, macht die erfolgreiche Entwicklung in 2015 deutlich, dass das Segment in den kommenden Jahren eine wichtige Rolle beim Erreichen der Zielsetzung einer 10 %igen EBIT-Marge spielt. Zudem zeigt die jüngste Entwicklung, dass die Restrukturierung des Segments erfolgreich verlaufen ist und die Neuausrichtung Früchte trägt.

Das Segment PLM steuerte im GJ 2015 9,13 Mio. € zum Konzern-EBIT bei, bei einer EBIT-Marge von 9,3 %. Damit wurde bei beiden Werten eine neue Bestmarke erreicht.

Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge nach Segmenten



Quelle: CENIT, GBC

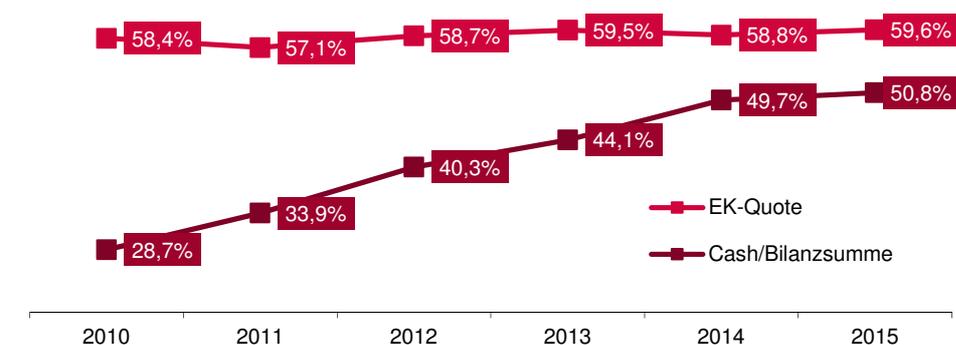
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Eigenkapital	35,93	39,35	39,84
EK-Quote (in %)	59,5 %	58,8 %	59,6 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Liquide Mittel	28,63	33,25	33,94
Nettoverschuldung	-28,63	-33,25	-33,94
Operatives Anlagevermögen	6,19	6,40	6,04
Working Capital	0,97	-0,60	-0,59

Quelle: Cenit, GBC

Bilanziell ist die CENIT AG unverändert sehr gut aufgestellt. Auch im GJ 2015 konnte die Eigenkapitalquote weiter auf nunmehr 59,6 % gesteigert und damit ein neuer Höchstwert im Betrachtungszeitraum seit 2010 erreicht werden. Auch beim Bestand an liquiden Mitteln wurde in 2015 erneut eine Steigerung herbeigeführt. Zum Stichtag lagen diese bei 33,94 Mio. € und machten nunmehr fast 51 % der Bilanzsumme aus.

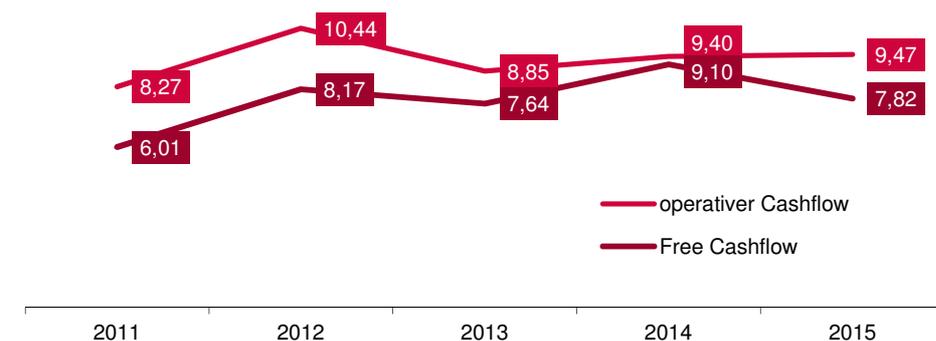
Entwicklung der Eigenkapitalquote sowie der Quote von Cash zu Bilanzsumme



Quelle: Cenit, GBC

Insgesamt ist die bilanzielle Qualität der CENIT AG als sehr hoch einzustufen. So werden z.B. Entwicklungsaufwendungen, die sich in 2015 auf 8,05 Mio. € beliefen, vollständig als Aufwand erfasst und es finden keine Aktivierungen statt. In Verbindung mit einem niedrigen Investitionsbedarf spiegelt sich dies in einem über die Jahre hinweg konstant hohen freien Cashflow wider, der jeweils nur leicht unterhalb der Niveaus der operativen Cashflows lag. Die starke finanzielle Situation der CENIT AG ermöglicht dem Unternehmen auch attraktive Dividendenausschüttungen. Für das GJ 2015 wird die Ausschüttung 1,00 € pro Aktie betragen, womit die Dividende, wie bereits im Vorjahr, einer Vollauschüttung des erzielten AG-Ergebnisses entspricht.

Entwicklung des operativen Cashflows und des Free-Cashflows (in Mio. €)



Quelle: Cenit, GBC

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • Abhängigkeit von Partnern wie SAP, IBM und Dassault Systèmes • Abhängigkeit von großen Kernkunden wie der Airbus Group • Margenstarker Eigensoftwarebereich erzielt derzeit noch einen vergleichsweise geringen Umsatzbeitrag • Geringerer Margenbeitrag im umsatzstarken Fremdsoftwaregeschäft
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • 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 verstärkten Entwicklungsanstrengungen im Eigensoftwarebereich könnten in den kommenden Perioden neue Umsatzimpulse liefern 	<ul style="list-style-type: none"> • 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

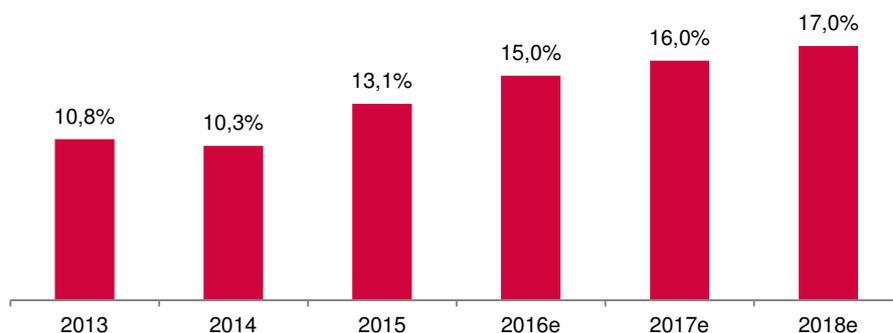
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e
Umsatzerlöse	121,48	129,22	126,75	132,37
EBITDA	12,70	13,00	13,53	14,67
EBITDA-Marge	10,5%	10,0%	10,7%	11,1%
EBIT	10,60	10,80	11,53	12,57
EBIT-Marge	8,7%	8,4%	9,1%	9,5%
Konzernjahresüberschuss	7,32	7,10	7,97	8,70
EPS in €	0,87	0,85	0,95	1,04

Quelle: CENIT, GBC

Umsatzprognosen

Das Management der CENIT AG rechnet für das GJ 2016 mit einem Umsatzwachstum von bis zu 5 %. Dabei soll das Wachstum vor allem durch das PLM-Segment getrieben werden. Dies spricht in unseren Augen auch für weitere Verbesserungen im Eigensoftwarebereich. Diese sind ohnehin angestrebt, denn bis 2018 soll der Anteil der Eigensoftware auf dann 17 % gesteigert werden. Mit 13,1 % lag der Umsatzanteil der Eigensoftware im GJ 2015 bereits deutlich über dem Vorjahreswert und es zeichnet sich inzwischen deutlich ab, dass der eingeschlagene Weg einer Stärkung des Softwareanteils erfolgreich ist und die Entwicklungsanstrengungen der vergangenen Jahre Früchte tragen. Die Eigensoftware wird daher gemäß der strategischen Ausrichtung von CENIT auch in den kommenden Jahren an Bedeutung zunehmen.

Erwarteter Umsatzanteil Eigensoftware am Gesamtumsatz bis 2018



Quelle: Berechnung GBC

Auf Grund der jüngsten Dynamik gehen wir auch für das GJ 2016 von weiter zweistellig wachsenden Eigensoftwareerlösen aus, womit dieser Bereich auch im laufenden Jahr die Triebfeder des Konzern-Wachstums sein dürfte. Jedoch erwarten wir auch, dass die Bereiche Fremdsoftware und Beratung/Services in 2016 wieder ein leichtes Wachstum aufweisen werden.

Insgesamt erwarten für 2016 Umsatzerlöse in Höhe von 126,75 Mio. €, was einem Wachstum um rund 4,3 % entspricht. Damit senken wir unsere bisherige Umsatzprognose leicht, wobei wir nun allerdings von einem verbesserten Umsatzmix ausgehen, so dass wir die Ergebnisprognosen im Gegensatz zur Umsatzprognose angehoben haben. Zum Wachstum beitragen dürfte auch die Konsolidierung der Coristo GmbH zum 01.01.2016, deren anorganischen Umsatzbeitrag wir auf rund 1,5 Mio. € schätzen.

Auf Segmentebene sollte dabei vor allem der PLM-Bereich der maßgebliche Wachstumstreiber sein, mit einem Zuwachs nach unseren Prognosen um rund 5 %. Für das EIM-Segment gehen wir für 2016 von einem geringeren Wachstum in Höhe von 2,0 % aus und erwarten damit eine Stabilisierung der in 2015 markierten Größenordnung.

Ergebnisprognosen

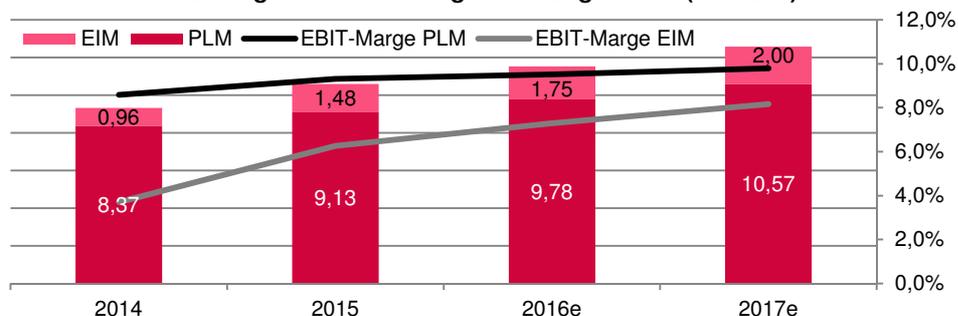
Vor dem Hintergrund eines erwartungsgemäß weiter steigenden Eigensoftwareanteils und damit höhermargigen Umsatzerlösen erwarten wir auch in 2016 eine leichte Verbesserung der Rohertragsmarge. Nach 61,4 % in 2015 rechnen wir nunmehr mit 61,6 %. Damit gehen wir davon aus, dass auf der Ebene des Rohertrags im GJ 2016 der höchste Beitrag zur weiteren EBIT-Steigerung generiert werden wird.

Bei den Kostenpositionen rechnen wir vor allem bei den Personalaufwendungen wieder mit steigenden Werten. Hintergrund dessen ist neben der Konsolidierung der Coristo GmbH auch der Aufbau der eigenen Forschungsabteilung für welche wir die Einstellung weiterer Mitarbeiter erwarten. Der F&E-Bereich ist für die CENIT AG von zentraler Bedeutung hinsichtlich der Positionierung im Wettbewerbsumfeld und dem Erreichen der gesetzten Wachstumsziele. Daher plant das Unternehmen auch in 2016 die Entwicklungsaufwendungen weiter zu erhöhen.

Bezüglich der Segmente wird auch in den kommenden Jahren das PLM-Segment den wesentlichen EBIT-Beitrag leisten, bei einer nach unserer Erwartung nach flach aufwärtsgerichtet verlaufenden Margenentwicklung. Durch die Konsolidierung der Coristo GmbH erwarten wir für 2016 zunächst keine wesentlichen Ergebniseffekte. Das Unternehmen arbeitet zwar profitabel, jedoch auf einem absolut betrachtet noch geringem Niveau. Zudem ist davon auszugehen, dass zunächst noch Investitionen getätigt werden müssen, bevor die Ergebnisbeiträge dann in den Folgejahren spürbar werden dürften.

Aber auch für das EIM-Segment erwarten wir sich weiter stabilisierende Ertragswerte, bei deutlichen Margenverbesserungen. Für das Jahr 2017 erwarten wir dabei wieder ein Erreichen einer EBIT-Größenordnung von rund 8 %. Für das Ziel 2018, mit einer EBIT-Marge von 10 % auf Konzernebene dürfte der EIM-Bereich eine entsprechend wichtige Rolle spielen.

Erwartete Entwicklung der EBIT-Beiträge nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC

Insgesamt erwarten wir für 2016 ein leicht ansteigendes Margenniveau, mit einer EBIT-Marge von 9,1 %. Dies entspricht einem absoluten EBIT von 11,53 Mio. € und kommt einer Steigerung gegenüber 2015 um 8,7 % gleich. Damit deckt sich unsere Erwartung auch mit der vom Vorstand getroffenen Aussage, das EBIT im oberen einstelligen Prozentbereich steigern zu wollen. Unsere bisherige EBIT-Prognose für 2016 haben wir damit zudem angehoben.

Für das GJ 2017 erwarten wir ein EBIT in Höhe von 12,57 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von 9,5 %. Auf der Ebene des Nettoergebnisses sollte im GJ 2017 ein Wert von 8,7 Mio. € erreichbar sein, was einem Ergebnis je Aktie von dann 1,04 € gleichkäme. Vor diesem Hintergrund gehen wir auch davon aus, dass das Unternehmen über das GJ 2016 hinaus Dividendenzahlungen von mindestens 1,00 € pro Aktie vornehmen wird, wenngleich die garantierte Sockeldividende vorerst letztmalig für 2016 Bestand hat.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,50 %.**

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 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,8 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,8 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,8 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als **Kursziel 22,50 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 20,50 € 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	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	45,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	126,75	132,37	137,66	143,17	148,90	154,85	161,05	167,49	
US Veränderung	4,3%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	22,71	26,57	32,47	37,36	41,28	44,45	47,14	49,57	
EBITDA	13,53	14,67	15,14	15,75	16,38	17,03	17,72	18,42	
EBITDA-Marge	10,7%	11,1%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	11,53	12,57	12,90	13,84	14,65	15,41	16,15	16,89	
EBITA-Marge	9,1%	9,5%	9,4%	9,7%	9,8%	10,0%	10,0%	10,1%	10,1%
Steuern auf EBITA	-3,57	-3,90	-4,00	-4,29	-4,54	-4,78	-5,01	-5,23	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	7,95	8,67	8,90	9,55	10,11	10,63	11,14	11,65	
Kapitalrendite	146,0%	232,8%	249,0%	333,6%	421,3%	501,9%	575,6%	645,3%	700,8%
Working Capital (WC)	-1,86	-1,41	-1,38	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	-1,67	
WC zu Umsatz	-1,5%	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	
Investitionen in WC	1,27	-0,45	-0,03	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,58	4,98	4,24	3,83	3,61	3,48	3,42	3,38	
AFA auf OAV	-2,00	-2,10	-2,24	-1,91	-1,72	-1,62	-1,57	-1,54	
AFA zu OAV	35,8%	42,2%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
Investitionen in OAV	-1,54	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	3,73	3,57	2,86	2,40	2,12	1,94	1,81	1,70	
EBITDA	13,53	14,67	15,14	15,75	16,38	17,03	17,72	18,42	
Steuern auf EBITA	-3,57	-3,90	-4,00	-4,29	-4,54	-4,78	-5,01	-5,23	
Investitionen gesamt	-0,28	-1,95	-1,53	-1,44	-1,44	-1,44	-1,44	-1,44	
Investitionen in OAV	-1,54	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	1,27	-0,45	-0,03	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,68	8,83	9,61	10,01	10,39	10,82	11,27	11,75	173,92
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	147,83	152,08							
Barwert expliziter FCFs	51,74	47,49							
Barwert des Continuing Value	96,08	104,58							
Nettoschulden (Net debt)	-35,72	-36,21							
Wert des Eigenkapitals	183,55	188,29							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	183,55	188,29							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37							
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,93	22,50							

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
500 %	21,04	19,90	18,92	18,09	17,37
600 %	23,26	21,88	20,71	19,71	18,85
700 %	25,47	23,86	22,50	21,33	20,33
800 %	27,69	25,85	24,29	22,96	21,80
900 %	29,90	27,83	26,08	24,58	23,28

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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.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 Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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: (5a,5b,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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