



Researchstudie (Anno)

Cenit AG

cenit

Eigensoftwareanteil steigt auf über 14%

-

Ergebnisprognosen für 2016 klar übertroffen

Kursziel: 22,00 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

Cenit AG^{*5a,6a,11}

Rating: HALTEN
Kursziel: 22,00

Aktueller Kurs: 20,62
5.4.2017 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
WKN: 540710
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
Marketcap³: 172,55
Enterprise Value³: 140,01
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 71,37 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2017

Designated Sponsor:
ODDO SEYDLER BANK AG

Analysten:

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Software

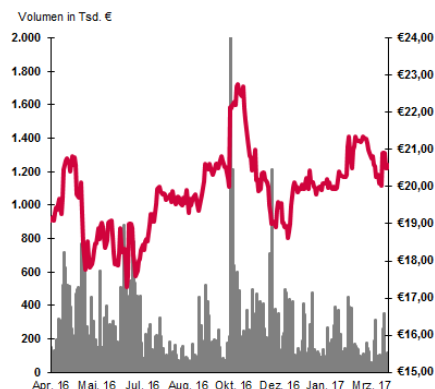
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 615

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM), Business Optimization & Analytics (BOA) und Application Management Services (AMS) seit über 25 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 17 Standorten in sechs Ländern mit über 600 Mitarbeitern vertreten. Diese arbeiten unter anderem für Kunden aus den Branchen Automobil, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Werkzeug- und Formenbau, Finanzdienstleistungen, Handel und Konsumgüter.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	121,48	123,77	126,25	128,77
EBITDA	12,70	14,06	14,40	14,69
EBIT	10,60	11,85	12,00	12,19
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	7,32	8,08	8,18	8,29

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,87	0,97	0,98	0,99
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,00	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,15	1,13	1,11	1,09
EV/EBITDA	11,03	9,95	9,72	9,53
EV/EBIT	13,21	11,82	11,67	11,49
KGV	23,57	21,35	21,09	20,81
KBV		4,25		

Finanztermine

12.05.2017: Hauptversammlung
16.05.2017: Veröffentlichung Q1-Bericht
01.08.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht
02.11.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht
27.-29.11.2017: Eigenkapitalforum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.11.2016: RS / 22,00 / HALTEN
03.08.2016: RS / 22,50 / KAUFEN
11.05.2016: RS / 22,50 / KAUFEN
01.04.2016: RS / 22,50 / KAUFEN
05.11.2015: RS / 20,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Bedingt durch ein deutliches Wachstum bei den Eigensoftwareprodukten konnte die CENIT AG die Ergebnisprognosen für das GJ 2016 übertreffen. Während ein Zuwachs beim EBIT im hohen einstelligen Bereich angekündigt wurde, lag der tatsächliche Zuwachs nunmehr bei 11,8%. Somit belief sich das EBIT auf 11,85 Mio. €, bei einer EBIT-Marge von 9,6%. Damit lag die CENIT AG bereits im Jahr 2016 sehr nahe an der im Rahmen der Strategie CENIT 2020 formulierten Zielmarke von 10%.
- Beim Umsatz wurde zwar der angekündigte Zuwachs um 5% mit einem Umsatzwert von 123,77 Mio. € nicht erreicht, jedoch ist die qualitative Zusammensetzung der Umsatzerlöse viel entscheidender. So wurden die Umsätze mit Eigensoftwareprodukten um 10,2% gesteigert, was einen maßgeblichen Einfluss auf die gute Ertragssituation hatte. Der Zuwachs im Softwarebereich betraf darüber hinaus beide Segmente, PLM und EIM. Im Segment EIM wurde dabei trotz noch rückläufiger Umsatzerlöse eine EBIT-Marge in Höhe von 10,9% erwirtschaftet. Im PLM-Segment konnte der hohe Margenwert von 9,3% des Vorjahres wiederholt werden.
- Die Entwicklungen des Jahres 2016 zeigen vor allem sehr deutlich, dass die Entwicklungsanstrengungen der vergangenen Jahre - das eigene Softwareportfolio betreffend - Früchte tragen und die Kunden der CENIT AG im Rahmen der zunehmenden Digitalisierung verstärkt entsprechende Lösungen nachfragen. Die Wirkung auf die Ertragssituation ist dabei signifikant und hat stark positive Ergebniseffekte.
- Vor diesem Hintergrund plant die CENIT AG die Entwicklungsanstrengungen auch im laufenden GJ 2017 noch einmal zu erhöhen und rechnet daher trotz leicht steigender Umsatzerlöse mit einem gleichbleibenden Ergebnis. Vielmehr sollten die nochmals intensivierten Entwicklungsleistungen in den Folgejahren dazu beitragen, dass die für 2020 angestrebten Größenordnungen erreicht werden.
- Für die Jahre 2017 und 2018 rechnen wir mit leicht um jeweils 2% steigenden Umsatzerlösen, bei einer konstanten EBIT-Marge von 9,5%. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese bereits in 2016 mit 9,6% sehr nahe an der Zielmarke von 10% für das Jahr 2020 lag. Angesichts der guten bilanziellen Situation und der hohen operativen Cashflows gehen wir darüber hinaus davon aus, dass auch für die Jahre 2017 und 2018 Dividendenausschüttungen in Höhe von je 1,00 € je Aktien erfolgen werden.
- **Im Jahr 2016 haben sich die Entwicklungsbemühungen der vergangenen Jahre sehr deutlich und positiv gezeigt. Wenngleich für 2017 aufgrund weiterer Aufstockungen der Entwicklungsbudgets zunächst mit einer flachen Ergebnisentwicklung zu rechnen ist, sind die mittelfristigen Skalierungsmöglichkeiten im Softwarebereich hochattraktiv. In unseren Prognosen haben wir noch nicht die Übernahme der Keonys berücksichtigt, da diese zum Zeitpunkt der Erstellung der Researchstudie noch nicht vollzogen war. Sobald die Transaktion erfolgt ist, werden wir unsere Prognosen überarbeiten und die Übernahme berücksichtigen. Bis dahin bestätigen wir unserer positive Einschätzung für die Aktien der CENIT AG und belassen das Kursziel mit 22,00 € unverändert. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses ergibt sich damit weiterhin das Rating HALTEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

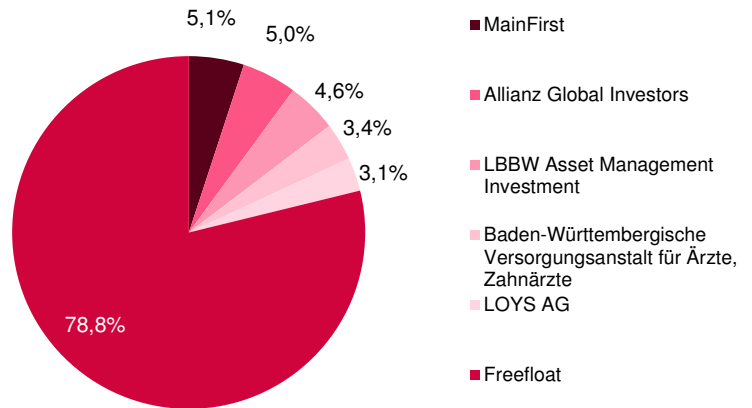
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Kundenstruktur.....	4
Referenzkunden (Auszug)	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2016	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

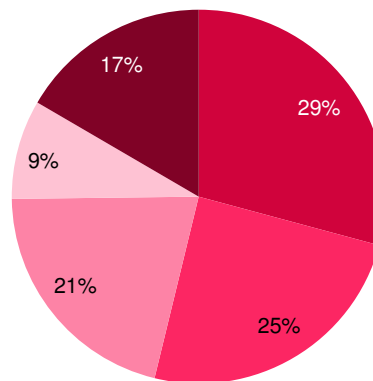
Aktionär	Anteil
MainFirst	5,1%
Allianz Global Investors	5,0%
LBBW Asset Management Investment	4,6%
Baden-Württembergische Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte	3,4%
LOYS AG	3,1%
Freefloat	78,8%
Summe	100,0%

Quelle: comdirect, GBC



Kundenstruktur

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



Quelle: CENIT, GBC

Referenzkunden (Auszug)

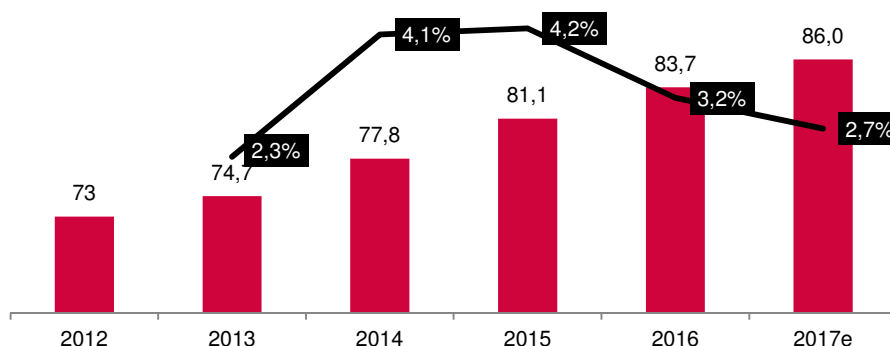


Quelle: CENIT

MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Markt für Informationstechnik und Telekommunikation entwickelte sich im Jahr 2016 mit einem Plus von 1,0% positiv. Zwar wurde ein etwas höheres Wachstum von 1,7% erwartet, jedoch beschränkte sich die schwächer als erwartete Entwicklung auf Hardwarekomponenten wie Server oder Smartphones. Vielmehr hat sich innerhalb der Branche der gesamte IT-Markt deutlich dynamischer entwickelt und wuchs um 3,2% auf 83,7 Mrd. €. Während das Geschäft im Hardwarebereich hinter den Erwartungen zurückblieb, machte sich der Trend der Digitalisierung sehr wachstumsfördernd bemerkbar. Auch in 2017 soll dies so bleiben, so dass der Branchenverband BITKOM davon ausgeht, dass auch im laufenden Jahr ein Wachstum des IT-Marktes um 2,7% auf 86,0 Mrd. € zu erreichen ist.

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

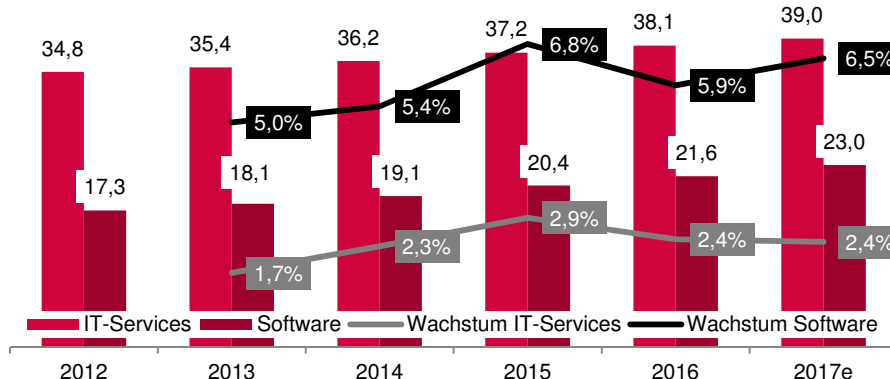


Quelle: BITKOM

Im Zuge der zunehmenden Digitalisierung über nahezu alle Wirtschaftsbereiche hinweg profitieren vor allem die Teilbereiche Software und IT-Dienstleistungen. So legte der Softwarebereich im Jahr 2016 klar überproportional um 5,9% auf 21,6 Mrd. € zu. Für 2017 geht BITKOM sogar davon aus, dass sich dieser Trend noch einmal beschleunigt und ein weiterer Zuwachs um 6,5% zu erwarten ist.

Auch der Bereich IT-Services, der auch die Bereiche Projektgeschäft und IT-Dienstleistungen umfasst, profitiert von der zunehmenden Digitalisierung. Mit 2,4% lag die Zuwachsrate des Bereichs in 2016 unverändert auf einem hohen Niveau. Dieses Wachstum soll auch in 2017 wiederholt werden können. Dies wird sich auch in den Beschäftigungszahlen der Branche niederschlagen. BITKOM geht davon aus, dass per Ende 2017 die Beschäftigungszahl von 850 Tsd. Menschen in der IT-Branche überschritten wird; ein Zuwachs um fast 3% gegenüber 2016.

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



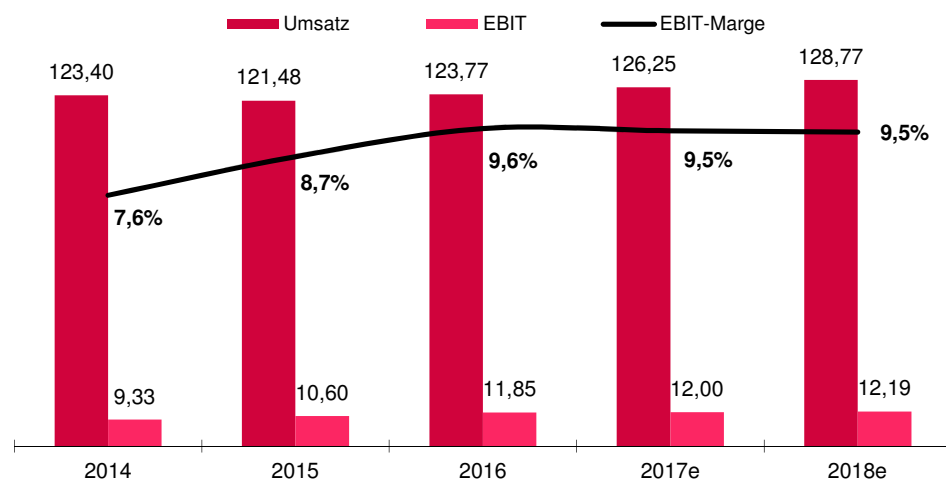
Quelle: BITKOM

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015		GJ 2016		GJ 2017e		GJ 2018e	
Umsatzerlöse	121,48	100,0%	123,77	100,0%	126,25	100,0%	128,77	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	121,48	100,0%	123,77	100,0%	126,25	100,0%	128,77	100,0%
Materialaufwand	-46,89	-38,6%	-47,81	-38,6%	-48,61	-38,5%	-49,45	-38,4%
Rohertrag	74,59	61,4%	75,97	61,4%	77,64	61,5%	79,33	61,6%
Sonstige betriebliche Erträge	1,79	1,5%	1,07	0,9%	1,00	0,8%	0,00	0,8%
Personalaufwand	-48,55	-40,0%	-48,88	-39,5%	-49,85	-39,5%	-51,00	-39,6%
Abschreibungen	-2,10	-1,7%	-2,22	-1,8%	-2,40	-1,9%	-2,50	-1,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,13	-12,5%	-14,09	-11,4%	-14,39	-11,4%	-14,64	-11,4%
Zinsergebnis	0,02	0,0%	-0,01	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,62	8,7%	11,84	9,6%	12,00	9,5%	12,19	9,5%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-3,31	-2,7%	-3,69	-3,0%	-3,72	-2,9%	-3,78	-2,9%
Minderheitenanteile	0,00	0,0%	-0,07	-0,1%	-0,10	-0,1%	-0,12	-0,1%
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	7,32	6,0%	8,08	6,5%	8,18	6,5%	8,29	6,4%
EBITDA	12,70		14,06		14,40		14,69	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,5</i>		<i>11,4</i>		<i>11,4</i>		<i>11,4</i>	
EBIT	10,60		11,85		12,00		12,19	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>8,7</i>		<i>9,6</i>		<i>9,5</i>		<i>9,5</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,87		0,97		0,98		0,99	
Dividende je Aktie in €	1,00		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 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	Δ zum VJ	GJ 2016	GJ 2016e GBC
Umsatzerlöse	121,48	+1,9%	123,77	124,40
EBITDA	12,70	+10,8%	14,06	13,44
EBITDA-Marge	10,5%	+0,9Pp.	11,4%	10,8%
EBIT	10,60	+11,8%	11,85	11,24
EBIT-Marge	8,7%	+0,9Pp.	9,6%	9,0%
Jahresüberschuss	7,32	+10,4%	8,08	7,77
EPS in €	0,87	+10,4%	0,97	0,93

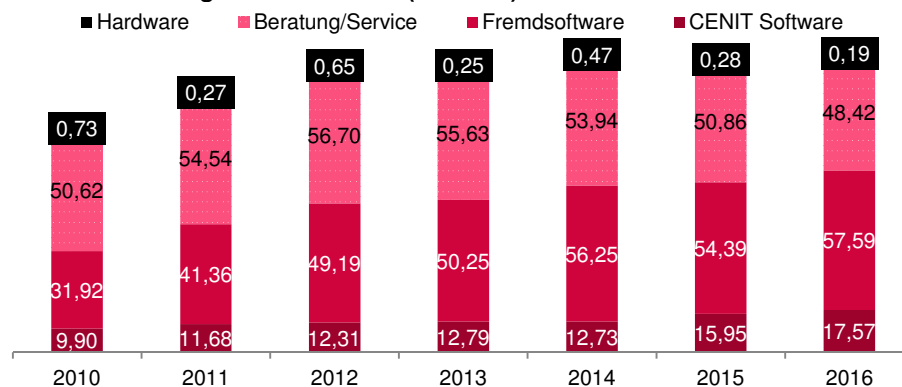
Quelle: CENIT, GBC

Umsatzentwicklung

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 123,77 Mio. € konnte die CENIT AG eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr um 1,9% erreichen. Dabei trugen die beiden Softwaresegmente jeweils zum Wachstum bei. Während der Fremdsoftwarebereich um 5,9% zulegte, wuchs der margenstarke Eigensoftwarebereich nochmals deutlicher um 10,2%. Das Beratungsgeschäft lag mit 48,42 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus.

Insgesamt wird bei einem Blick auf die Entwicklung der einzelnen Produktbereiche über die vergangenen Jahre deutlich, dass sich die CENIT AG im Rahmen des vom Management ausgegebenen Strategieprogramms CENIT 2020 entwickelt. Dieses sieht die Stärkung vor allem des Eigensoftwarebereichs vor, worauf in den vergangenen Jahren klar der Fokus gelegt wurde. Der Verschiebung der Umsatzanteile, mit überproportionalen Wachstumsraten in der Eigensoftware, zeigen sich bereits jetzt sehr deutlich.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)

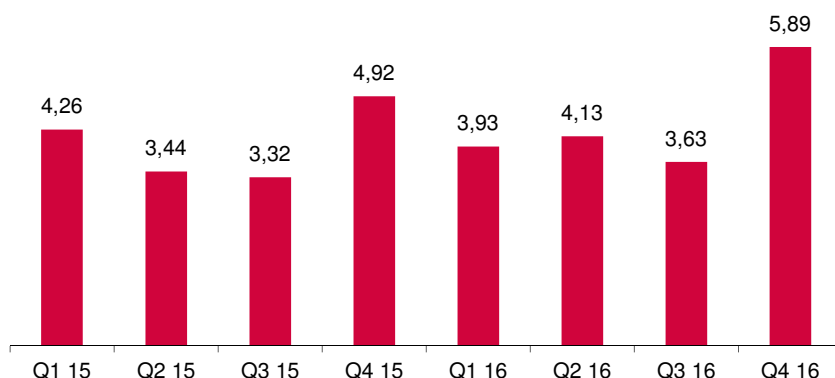


Quelle: CENIT, GBC

Die gute Entwicklung im Bereich der Eigensoftware im GJ 2016 wurde dabei in beiden Segmenten, PLM und EIM, getragen, wobei die Lösungen FASTSUITE und CENIT-CONNECT im PLM-Bereich und der IBM ECM System Monitor und ECLISIO im EIM-Bereich besonders erfolgreich waren. Vor allem im Q4 2016 konnte die CENIT AG mit 5,89 Mio. € auf Quartalsebene einen neuen Umsatzrekordwert bei der Eigensoftware erreichen.

Den EIM-Bereich betreffend, waren in 2016 zwar trotz der guten Entwicklung im Eigensoftwarebereich noch um 11,3% auf 20,87 Mio. € rückläufige Umsatzerlöse zu verzeichnen, was jedoch auch dem Umstand der Fokussierung geschuldet ist. Ertragsseitig zeichnete sich die Entwicklung im EIM-Segment hingegen bereits positiv gegenläufig, mit einem deutlichen Ertragssprung (siehe Ergebnisentwicklung). Der Umsatzrückgang des EIM-Segments konnte jedoch durch ein Wachstum im PLM-Segment um 5,1% überkompensiert werden.

Quartalsweise Umsatzentwicklung von CENIT Software (in Mio. €)



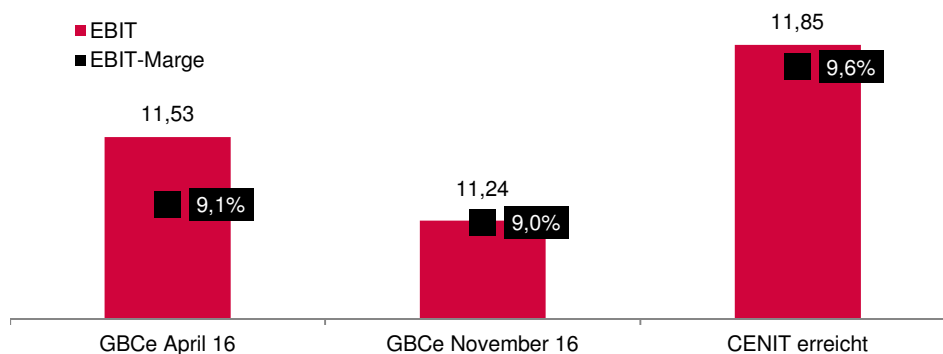
Quelle: CENIT, GBC

Insgesamt betrachtet, ist die Umsatzentwicklung der CENIT AG im GJ 2016 als zufriedenstellend zu werten. Während zwar die Umsatzprognose von 5% Zuwachs nicht erreicht werden konnte, ist jedoch die qualitative Entwicklung hervorzuheben. Diese ist mit einem auf nunmehr 14,2% erhöhten Eigensoftwareanteil weiter signifikant verbessert worden, mit ebenfalls guten Effekten auf die Ergebnisentwicklung.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig konnte die CENIT AG die Guidance sogar übererfüllen und das EBIT um 11,8% auf 11,85 Mio. € steigern. Avisiert war eine Ergebnissteigerung im hohen einstelligen Prozentbereich. Damit hat die CENIT AG auch unsere ursprüngliche Prognose vom April 2016 von 11,53 Mio. € übertroffen, welche wir im November 2016 leicht nach unten korrigiert hatten. Ursächlich für das Übertreffen der Erwartungen war dabei ein außerordentlich starkes Schlussquartal im Eigensoftwarebereich.

Entwicklung der GBC-EBIT-Erwartung in 2016 und tatsächliches Resultat



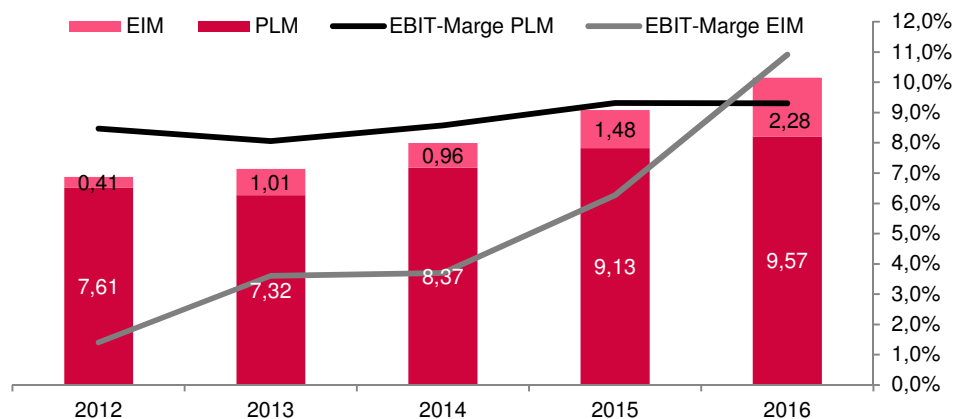
Quelle: CENIT, GBC

Auch bei der EBIT-Marge lag die CENIT AG mit 9,6% klar oberhalb unserer Prognose. Vielmehr näherte sich die Rentabilität im GJ 2016 schon sehr stark der Zielgröße von 10% an. Diese Marke hat sich die CENIT AG im Rahmen der Strategie CENIT 2020 als Zielgröße gesetzt. Mit den Zahlen 2016 wird deutlich, dass die Voraussetzungen für das Erreichen der Rentabilitätsmarke von 10% bereits heute gegeben sind und vor allem wird deutlich, welche tragende Rolle der Eigensoftwarebereich dabei einnimmt.

Heruntergebrochen auf die beiden Segmente wird deutlich, dass beide Bereiche zur guten Ergebnisentwicklung beigetragen haben. Hervorzuheben ist dabei in erster Linie der EIM-Bereich, der trotz eines weiteren Umsatzrückgangs eine deutliche Ergebnisstei-

gerung von 1,48 Mio. € auf 2,28 Mio. € aufwies. Die EBIT-Marge des Segments erreicht einen Wert von 10,9% und übertraf damit sogar die Marge des PLM-Segments. Aber auch im PLM-Segment wurde eine Ergebnissteigerung um 4,8% auf 9,57 Mio. € erreicht, bei einer gegenüber dem Vorjahr konstanten EBIT-Marge von 9,3%.

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %) nach Segmenten (in Mio. €)

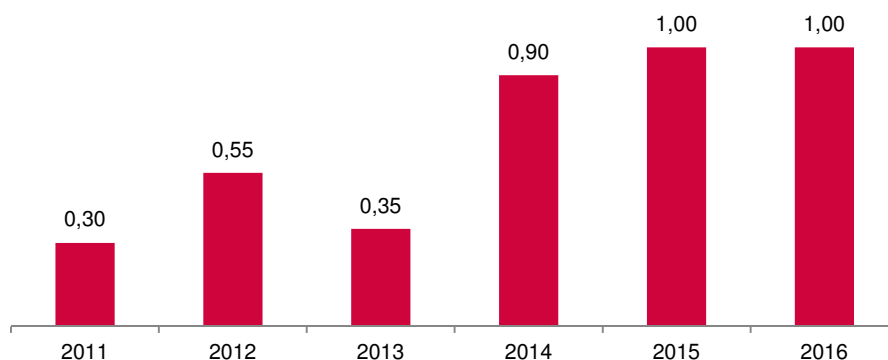


Quelle: CENIT, GBC

Die Ergebnisentwicklung zeigt bereits heute sehr deutlich, dass die strategische Fokussierung auf die Eigensoftware Früchte trägt. Durch die stattfindende Verschiebung des Umsatzmixes machen sich die Skaleneffekte aus dem Softwarebereich klar bemerkbar. Hinzu kommt auf der anderen Seite die gewohnte Kostendisziplin des Unternehmens. Erfreulich ist jedoch vor allem, dass sich die Anstrengungen in der Softwareentwicklung der vergangenen Jahre bezahlt machen und von den Kunden angenommen werden. Vor allem auf den Bereich der *Digitalen Fabrik* hat das Unternehmen einen Fokus gesetzt, welche im Rahmen der zunehmenden Digitalisierung in der Industrie entsprechenden Anklang finden.

Angesichts der noch immer vollständigen Eigenfinanzierung des Unternehmens ist das Zinsergebnis unverändert von einer untergeordneten Bedeutung. Nach Steuern und Minderheiten erreichte die CENIT AG einen Jahresüberschuss in Höhe von 8,08 Mio. € und damit 10,4% mehr als im Vorjahr. Vor dem Hintergrund der guten Ergebnisentwicklung wird der Hauptversammlung erneut die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 1,00 € vorgeschlagen, wobei sich die Dividende jeweils zur Hälfte aus der Sockeldividende und der regulären Dividendenzahlung zusammensetzt. Die hohe Dividendenkontinuität der vergangenen Jahre wird damit weiter fortgesetzt.

Entwicklung der Dividende (in € je Aktie)



Quelle: CENIT, GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation

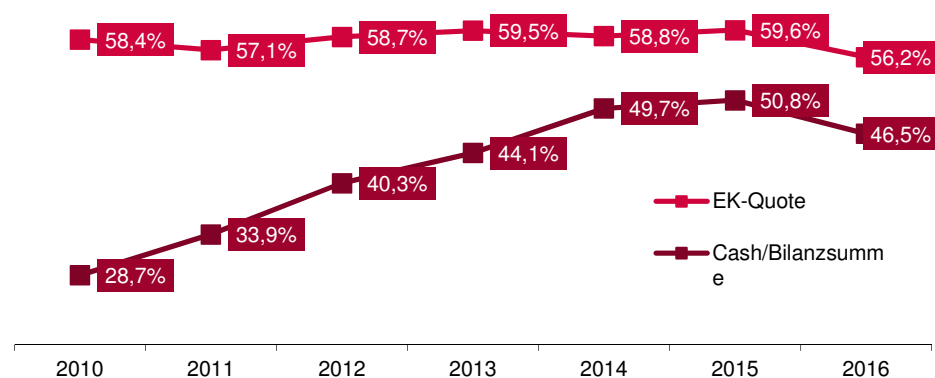
in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Eigenkapital	39,35	39,84	40,58
EK-Quote (in %)	58,8%	59,6%	56,2%
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,00
Liquide Mittel	33,25	33,94	33,61
Nettoverschuldung	-33,25	-33,94	-33,61
Operatives Anlagevermögen	6,40	6,04	7,44
Working Capital	-0,60	-0,59	-0,95

Quelle: Cenit, GBC

An der hohen bilanziellen Qualität der CENIT AG haben sich auch im GJ 2016 keine Veränderungen ergeben. Mit 56,2% lag die Eigenkapitalausstattung weiterhin auf einem außerordentlich hohen Niveau. Zudem greift das Unternehmen auch unverändert nicht auf Bankfinanzierungen zurück, so dass die Bilanz keinerlei Bankverbindlichkeiten ausweist. Vielmehr verfügt die CENIT AG über einen Cashbestand in Höhe von 33,61 Mio. €, welcher entsprechend auf dem Niveau des Vorjahres liegt.

Der geringfügig geringere Cashbestand gegenüber Ende 2015 ist vor allem in zwei Faktoren begründet. Zum einen war die Dividendenausschüttung im Jahr 2016 um rund 0,80 Mio. € höher als im GJ 2015 und zum anderen fiel der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit im GJ 2016 leicht niedriger aus als im Vorjahr. So lag dieser bei 9,06 Mio. €, nach 9,47 Mio. € in 2015. Dabei ist zu betonen, dass der operative Cashflow vor Veränderungen des Nettoumlaufvermögens um 3,1% über dem Vorjahreswert lag. Insbesondere durch den Anstieg der Forderungen zum Jahresende haben sich stichtagsbedingte Effekte ergeben. Diese dürften im Zusammenhang mit dem sehr starken Jahresendgeschäft zu sehen sein, wodurch sich der Forderungsbestand zum Bilanzstichtag entsprechend erhöhte. Damit dürfte im Umkehrschluss im Q1 2017 ein umso stärkerer operativer Cashflow zu verzeichnen sein.

Entwicklung der Eigenkapitalquote sowie der Quote von Cash zu Bilanzsumme



Quelle: Cenit, GBC

Auf der Aktivseite haben sich durch die erfolgte Übernahme der Coristo GmbH im GJ 2016 leichte Erhöhungen des operativen Anlagevermögens ergeben. So erhöhten sich die immateriellen Vermögensgegenstände durch die Übernahme konsolidierungsbedingt um 2,74 Mio. € und lagen per 31.12.2016 bei 5,23 Mio. €. Die Zugänge teilen sich dabei in etwa hälftig auf erworbenen Kundenstamm sowie Goodwill auf. Vom Kaufpreis in Höhe von insgesamt 2,31 Mio. € flossen in 2016 0,35 Mio. €, saldiert mit den erworbenen Zahlungsmitteln. Die verbleibende, variable Kaufpreiskomponente wurde mit einem Wert von 0,86 Mio. € passiviert.

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 mit geringem Goodwillanteil und keinen 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, jedoch mit steigender Tendenz • Geringerer Margenbeitrag im umsatzstarken Fremdsoftwaregeschäft
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Ein verstärkter Absatz von Eigensoftware würde die Ergebnismargen deutlich erhöhen • Weitere Übernahmen könnten das Wachstumstempo beschleunigen und die internationale Reichweite weiter erhöhen • Solide Bilanzsituation birgt Vorteile gegenüber Wettbewerbern bei der Auftragsvergabe von Kunden • Die fortschreitende Digitalisierung auch in der Industrie eröffnet neue Wachstumspotenziale 	<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 2016	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)	GJ 2018e
Umsatzerlöse	123,77	130,00	126,25	128,77
EBITDA	14,06	14,10	14,40	14,69
EBITDA-Marge	11,4%	10,9%	11,4%	11,4%
EBIT	11,85	12,00	12,00	12,19
EBIT-Marge	9,6%	9,2%	9,5%	9,5%
Konzernjahresüberschuss (nach Minderheiten)	8,08	8,29	8,18	8,29
EPS in €	0,97	0,99	0,98	0,99

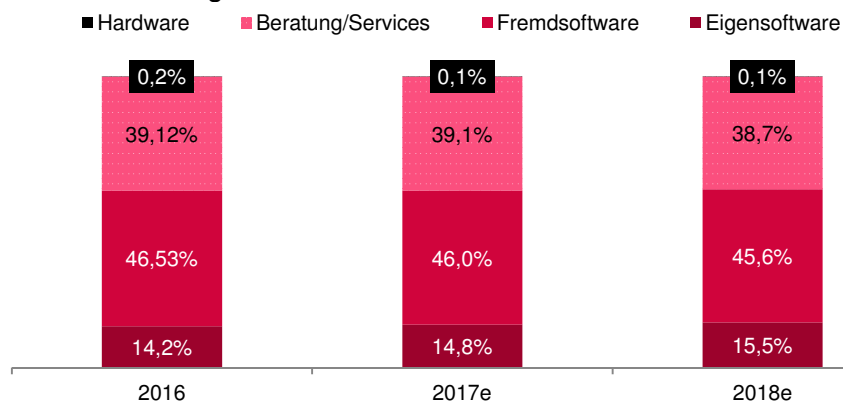
Quelle: CENIT, GBC

Hinweis: Die nachfolgenden Prognosen beziehen sich auf die CENIT AG vor Übernahme der französischen der Keonys S.A.S. Da der Erwerb der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Erstellung und Veröffentlichung noch nicht vollzogen wurde, haben wir diese noch nicht in den Schätzungen berücksichtigt und werden dann, nach Vollzug der Übernahme, eine Überarbeitung der Schätzungen vornehmen.

Umsatzprognosen

Für das GJ 2017 geht der Vorstand der CENIT AG davon aus, mit 2% ein Wachstum in einer ähnlichen Größenordnung erreichen zu können wie in 2016. Wir gehen dabei davon aus, dass vor allem auch der Eigensoftwarebereich wieder einer der wesentlichen Umsatztreiber sein wird. Die Entwicklungen der vergangenen beiden Jahre haben deutlich gemacht, dass es dem Unternehmen gelungen ist, Softwarelösungen zu erstellen, welche im Rahmen der zunehmenden Digitalisierung - auch in der Industrie – Anklang finden. Daher rechnen wir mit einer weiteren Steigerung des Eigensoftwareanteils in 2017 auf fast 15%. Auch für 2018 gehen wir einer weiteren Steigerung um einen Prozentpunkt aus. Im Rahmen der Strategie CENIT 2020 plant der Vorstand den Eigensoftwareanteil bis zum Jahr 2020 auf eine Größenordnung von über 17% zu heben. Vor allem mit den guten Resultaten in diesem Bereich im Jahr 2016 ist das Unternehmen diesem Ziel zuletzt nochmals deutlich näher gerückt.

Erwartete Verteilung der Umsatzerlöse bis 2017 und 2018



Quelle: Berechnung GBC

Segmentseitig rechnen wir im Jahr 2016 auch für den EIM-Bereich wieder mit leichten Verbesserungen. Nachdem in dem Segment in den vergangenen Jahren jeweils rückläufige Umsatzerlöse zu verzeichnen waren, sind wir der Auffassung, dass mindestens eine Stabilisierung auf dem Niveau von 2016 möglich sein sollte. Hinsichtlich der Ergebnisse war der EIM-Bereich schon in 2016 wieder klar verbessert, was vor allem auf Softwareumsätze zurückzuführen gewesen sein dürfte. Für eine Verbesserung der Umsatzseite ist damit davon auszugehen, dass zusätzlich vor allem im Beratungsgeschäft Zuwächse

erforderlich sind. Nach der Reorganisation der vergangenen Jahre ist jedoch damit zu rechnen, dass hier in 2017 entsprechend Fortschritte erzielt werden können.

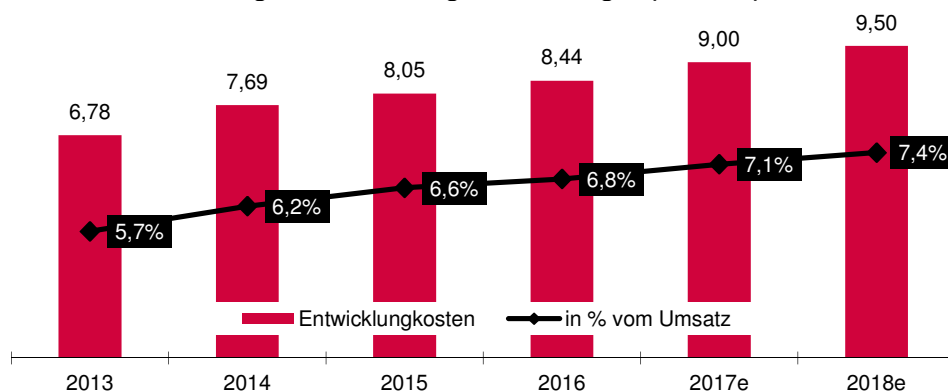
Die Übernahme der Keonys haben wir in den Umsatzprognosen noch nicht berücksichtigt, da die Transaktion zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie noch nicht vollzogen war. Keonys erwirtschaftete in 2016 jedoch mit 160 Mitarbeitern rund 56 Mio. € Umsatzerlöse, so dass bei Vollzug der Übernahme eine signifikante Wirkung auf den Umsatz der CENIT AG zu erwarten wäre. Bei einer Pro-Forma-Betrachtung wäre der Umsatz inklusive der Keonys in 2016 bei fast 180 Mio. € gelegen.

Ergebnisprognosen

Trotz der erwartungsgemäß weiteren Verbesserung der Umsatzerlöse auch im GJ 2017 rechnet das Management der CENIT AG nur mit einem gleichbleibenden Ergebnis. Hintergrund dessen sind erwartungsgemäß erhöhte Aufwendungen für Entwicklungen im Produktbereich. Der Erfolg im Eigensoftwarebereich der vergangenen beiden Jahre hat gezeigt, dass die Richtung, in welche die Entwicklungen vorangetrieben wurden, richtig und dass eine gute Kundennachfrage vorhanden ist. Ohnehin arbeitet CENIT in der Entwicklung sehr eng mit den Kunden zusammen, so dass kundenorientierte Lösungen entstehen und das Risiko von Fehleinschätzungen - den Bedarf betreffend - niedrig sind.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Entwicklungsaufwendungen auch im Jahr 2016 überproportional zu den Umsatzerlösen auf nunmehr 9,00 Mio. € steigen werden. Somit sollte sich auch die Entwicklungsquote weiter auf 7,1% in Relation zu den Umsatzerlösen erhöhen. Auch für 2018 gehen wir darüber hinaus von einer Fortsetzung dieser Tendenz aus.

Erwartete Entwicklung der Entwicklungsaufwendungen (in Mio. €)



Quelle: Berechnung GBC

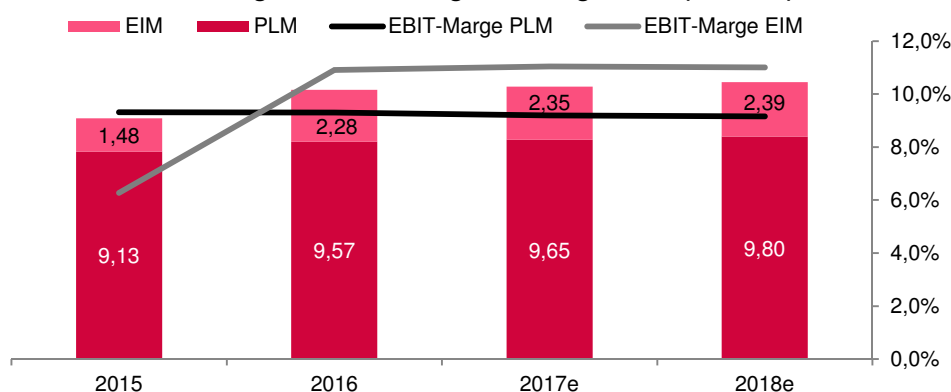
Die überproportionale Erhöhung der Entwicklungsaufwendungen wirkt im Umkehrschluss gegenläufig zur erwartet leichten Umsatzverbesserung, so dass beim Ergebnis ein Wert auf Vorjahresniveau erwartet wird. Zudem ist auch zu berücksichtigen, dass gerade im Q4 2016 sehr starke Eigensoftwareumsätze erreicht wurden. Wenngleich dies eine sehr erfreuliche Entwicklung ist, sind die Dimensionen der Bestellungen zum Jahresende nicht immer gut planbar, so dass auch Verschiebungen in das neue Jahr denkbar sind. Dies würde den margenstarken Umsatzbeitrag in einem Jahr entsprechend beeinflussen. Daher gehen wir davon aus, dass das Management, dies berücksichtigend, vergleichsweise konservative Ergebnisprognosen formuliert hat.

Angesichts der erwarteten zusätzlichen Investitionen in den Entwicklungsbereich rechnen wir mit einem ebenfalls nur leichten Ergebniszuwachs in beiden Segmenten. Auch hinsichtlich der EBIT-Marge erwarten wir, dass eine flache Entwicklung gegenüber 2016

erfolgt. Dennoch rechnen wir in beiden Segmenten mit absoluten Werten in etwa auf Vorjahresniveau. Zusammengenommen ergibt sich damit ein erwartetes EBIT von 12,00 Mio. €. Auch für das Jahr 2018 haben wir nur eine leichte Aufwärtsentwicklung im EBIT und einen konstanten Wert bei der EBIT-Marge antizipiert, da wir davon ausgehen, dass auch in 2018 weitere Intensivierungen der Entwicklungsanstrengungen erfolgen werden.

In diesem Zusammenhang ist jedoch auch zu betonen, dass unsere Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 jeweils EBIT-Margen von 9,5% berücksichtigen, also auf dem hohen Niveau des Jahres 2016. Zudem hat die CENIT AG im Rahmen des Strategieprogramms CENIT 2020 eine Ziel-EBIT-Marge von 10% formuliert. Damit bewegt sich das Unternehmen bereits heute im Bereich der Zielregion.

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



Quelle: Berechnung GBC

Auf Ebene des Nettoergebnisses erwarten wir eine nahezu proportionale Entwicklung im Vergleich zum EBIT. Während sich beim Zinsergebnis keine nennenswerten Veränderungen ergeben sollten, ist lediglich im Bereich der Minderheitenanteile mit leichten Veränderungen zu rechnen, was durch den Erwerb von 51% der Anteile an der Coristo GmbH Anfang 2016 zu begründen ist. Coristo erwirtschaftete in 2016 ein operatives Ergebnis in Höhe von 0,39 Mio. €, woraus Minderheitenanteile am Ergebnis von 0,07 Mio. € entstanden. Wir rechnen hier vor dem Hintergrund einer guten Geschäftsentwicklung von Coristo mit leichten Steigerungen in den Folgejahren.

Auf Basis der leicht steigenden Jahresüberschüsse sollte es der CENIT AG auch in den kommenden Jahren möglich sein eine attraktive Dividende auszuschütten. Zwar ist die Sockeldividende von 0,50 € zunächst nur für die Jahre 2014 bis 2016 zugesagt worden, jedoch lassen die bilanzielle Situation sowie die hohen Cashflows in unseren Augen durchaus eine Fortsetzung der Ausschüttungspolitik zu. Natürlich könnten sich die Umstände z.B. weitere Übernahmen oder eine Ausweitung des Entwicklungsprogramms verändern, wovon wir jedoch derzeit nicht ausgehen. Insofern planen wir zunächst auch für die kommenden zwei Jahre mit einer Dividende in Höhe von 1,00 €.

Die CENIT ist damit insgesamt betrachtet auf einem guten Weg die Zielsetzung im Rahmen der Strategie 2020 zu erreichen. Vor allem hinsichtlich des Eigensoftwareanteils und der Rentabilität hat CENIT in 2016 einen großen Schritt in Richtung dieser Zielmarken unternommen. Wenn die Übernahme von Keonys erfolgreich abgeschlossen wird, werden die Umsatzziele darüber bereits in 2017 erreicht, so dass bis zum Jahr 2020 sogar noch deutlich höhere Größenordnungen als 150 Mio. € zu erwarten sind.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,3 % 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 1,25%.**

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 8,6% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,6%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,6% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als **Kursziel 22,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel unverändert belassen. Mit Vollzug der Übernahme der Keonys S.A.S werden wir unsere Prognosen jedoch noch einmal überarbeiten.

DCF-MODELL

CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	10,9%
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 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	126,25	128,77	131,30	133,87	136,50	139,17	141,90	144,68	
US Veränderung	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	19,42	23,41	29,02	33,56	36,95	39,41	41,22	42,64	
EBITDA	14,40	14,69	15,69	16,00	16,31	16,63	16,96	17,29	
EBITDA-Marge	11,4%	11,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	12,00	12,19	13,22	13,96	14,52	14,97	15,37	15,74	
EBITA-Marge	9,5%	9,5%	10,1%	10,4%	10,6%	10,8%	10,8%	10,9%	10,9%
Steuern auf EBITA	-3,72	-3,78	-4,10	-4,33	-4,50	-4,64	-4,76	-4,88	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	8,28	8,41	9,12	9,63	10,02	10,33	10,60	10,86	
Kapitalrendite	127,7%	154,7%	220,9%	299,9%	378,0%	443,5%	495,5%	536,8%	569,1%
Working Capital (WC)	-1,06	-1,37	-1,31	-1,34	-1,36	-1,39	-1,42	-1,45	
WC zu Umsatz	-0,8%	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	
Investitionen in WC	0,11	0,31	-0,06	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,50	5,50	4,53	3,99	3,69	3,53	3,44	3,39	
AFA auf OAV	-2,40	-2,50	-2,48	-2,04	-1,79	-1,66	-1,59	-1,55	
AFA zu OAV	36,9%	45,5%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
Investitionen in OAV	-1,46	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	5,44	4,13	3,21	2,65	2,33	2,14	2,02	1,95	
EBITDA	14,40	14,69	15,69	16,00	16,31	16,63	16,96	17,29	
Steuern auf EBITA	-3,72	-3,78	-4,10	-4,33	-4,50	-4,64	-4,76	-4,88	
Investitionen gesamt	-1,35	-1,19	-1,56	-1,47	-1,47	-1,47	-1,47	-1,47	
Investitionen in OAV	-1,46	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	0,11	0,31	-0,06	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,33	9,72	10,03	10,20	10,34	10,52	10,72	10,94	167,35
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	146,45	149,32							
Barwert expliziter FCFs	52,49	47,29							
Barwert des Continuing Value	93,95	102,03							
Nettoschulden (Net debt)	-34,57	-35,92							
Wert des Eigenkapitals	181,02	185,24							
Fremde Gewinnanteile	-1,09	-1,11							
Wert des Aktienkapitals	179,93	184,12							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37							
Fairer Wert der Aktie in EUR	21,50	22,00							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,4%
WACC	8,6%

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
369,1%	19,64	18,59	17,70	16,95	16,30
469,1%	22,32	20,98	19,85	18,89	18,06
569,1%	25,00	23,37	22,00	20,84	19,83
669,1%	27,68	25,77	24,15	22,78	21,60
769,1%	30,36	28,16	26,30	24,72	23,37

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,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, Kristina Bauer, Email: bauer@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