



Researchstudie (Anno)

Cenit AG

cenit

**Nachhaltige Anhebung des Umsatzniveaus durch KEONYS-
Erwerb, Kursziel leicht angehoben**

Kursziel: 24,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 24,00 €
(bisher: 23,20 €)

Aktueller Kurs: 19,85
10.04.2018 / XETRA-
Schlusskurs

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
WKN: 540710
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
Marketcap³: 166,10
Enterprise Value³: 145,56
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 78,8 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2017

Designated Sponsor:
ODDO SEYDLER BANK AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interes-
senskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Software

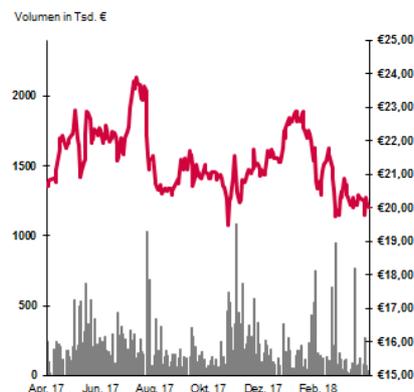
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 764 Stand: 31.12.2017

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 750 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	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	123,77	151,70	189,63	193,42
EBITDA	14,06	15,27	15,62	16,35
EBIT	11,85	12,84	12,88	13,61
Jahresüberschuss	8,08	8,80	8,92	9,40

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,97	1,05	1,07	1,12
Dividende je Aktie	1,00	1,00	1,00	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,18	0,96	0,77	0,75
EV/EBITDA	10,35	9,53	9,32	8,91
EV/EBIT	12,28	11,34	11,30	10,70
KGV	20,56	18,87	18,62	17,67
KBV	4,07			

Finanztermine

16.05.2018: 3-Monatsbericht 2018
18.05.2018: Hauptversammlung
02.08.2018: Halbjahresbericht 2018
06.11.2018: 9-Monatsbericht 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.11.2017: RS / 23,20 / KAUFEN
02.08.2017: RS / 23,20 / HALTEN
16.05.2017: RS / 22,00 / HALTEN
05.04.2017: RS / 22,00 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die CENIT AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 mit dem Erwerb der französischen KEONYS-Gruppe eine nachhaltige Anhebung des Umsatzniveaus erreicht. Nach dem erstmaligen Einbezug des in Paris ansässigen Integrators und Resellers von PLM-Lösungen von Dassault Systèmes zum 01.07.2017 kletterten die Umsätze auf 151,70 Mio. €, nachdem die CENIT AG in den Vorjahren ein Umsatzniveau im Bereich von jeweils 120 Mio. € erreicht hatte. Bereinigt um die Akquisitionseffekte hätte die Gesellschaft einen leichten Umsatzrückgang um 0,8 % auf 122,82 Mio. € (VJ: 123,77 Mio. €) ausgewiesen.
- Die deutliche Umsatzsteigerung findet sich im EBIT-Anstieg auf 12,84 Mio. € (VJ: 11,85 Mio. €) wieder, welcher jedoch nur unterproportional ausgefallen ist. Die daraus resultierende rückläufige EBIT-Marge auf 8,5 % (VJ: 9,6 %) war so im Vorfeld erwartet worden. Hintergrund dessen ist das deutlich niedrigere Rentabilitätsniveau der neu erworbenen Gesellschaft, deren Umsätze überwiegend mit dem Vertrieb und der Integration von Fremdsoftware erzielt werden. Der EBIT-Beitrag der KEONYS beläuft sich auf 1,34 Mio. €, was einer EBIT-Marge in Höhe von 4,6 % entspricht. Stand-Alone hätte die Gesellschaft also ein EBIT in Höhe von 11,50 Mio. € (EBIT-Marge: 9,4 %) erreicht, was eine nahezu konstante Margenentwicklung bedeutet hätte. Damit hätte die CENIT AG die zu Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2017 kommunizierte Ergebnis-Guidance eines unveränderten EBIT nahezu erreicht.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnet die CENIT AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 25 % und damit einer Fortsetzung der dynamischen Umsatzentwicklung. Alleine aus der erstmaligen Vollkonsolidierung der KEONYS-Gruppe, die im abgelaufenen Geschäftsjahr lediglich für sechs Monate einbezogen war, sollte hier ein signifikanter Basiseffekt bei den Umsatzerlösen zum Tragen kommen. Die KEONYS-Gruppe hatte im abgelaufenen Geschäftsjahr insgesamt 55,73 Mio. € erwirtschaftet, hiervon 28,88 Mio. € seit der Zugehörigkeit zum CENIT-Konzern.
- Auch wenn sich die Umsatzbasis deutlich erhöhen wird, erwartet die Gesellschaft eine nur konstante Entwicklung des EBIT, was in erster Linie auf die niedrigere EBIT-Marge der KEONYS zurückzuführen ist. Für die kommenden Geschäftsjahre sollte die EBIT-Marge aufgrund des neuen Umsatzmix damit noch unterhalb der im Rahmen des Strategieprogramms „CENIT 2020“ von der Gesellschaft anvisierten Größenordnung von 10,0 % liegen. Mittelfristig rechnen wir jedoch vor dem Hintergrund der Forcierung im Bereich der Eigensoftware sowie einer stärkeren Ausrichtung auf eine Steigerung der Profitabilität mit einer sukzessiven Margenverbesserung. Dies haben wir in der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells berücksichtigt.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 24,00 € (bisher: 23,20 €) je Aktie ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung ist dabei auf einen so genannten „Roll-Over“-Effekt zurückzuführen, da wir erstmalig die 2019er Prognosen in den konkreten Schätzzeitraum, einbezogen haben. Die höheren 2019er Prognosen bilden eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells. Zu berücksichtigen ist dabei die aktuell hohe Dividendenrendite in Höhe von 5,0 %. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs vergeben wir das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

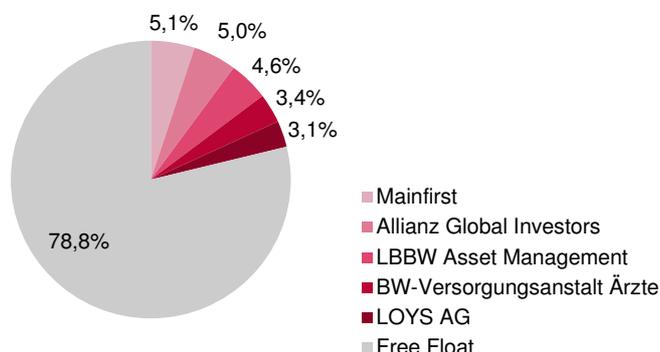
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Produktsegmente	4
PLM (Product Lifecycle Management)	4
EIM (Enterprise Information Management)	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2017	7
Umsatzentwicklung 2017	7
Ergebnisentwicklung 2017	8
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Bewertung	12
Umsatzprognosen 2018 - 2019	12
Ergebnisprognosen 2018 – 2019	13
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Mainfirst	5,1 %
Allianz Global Investors	5,0%
LBBW Asset Management	4,6%
Baden-Würt. Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte	3,4%
LOYS AG	3,1%
Free Float	78,8%

Quelle: CENIT AG; GBC AG



Produktsegmente

Die Produktpalette der CENIT AG unterteilt sich in die drei Segmente „PLM“, „EIM“ und „Consulting“, wobei PLM das mit Abstand umsatzstärkste Produktsegment ist, gefolgt von EIM.

PLM (Product Lifecycle Management)

Im PLM-Bereich vertreibt die Gesellschaft eigene Software basierend auf Standardprodukten von Dassault Systèmes und SAP in Verbindung mit industriespezifischen eigenen Lösungen. Die PLM-Kunden stammen typischerweise aus der Fertigungsindustrie und nutzen die CENIT-Lösungen für die Optimierung der Geschäftsprozesse von der Produktentwicklung bis hin zur Produktion. Die Nutzung von PLM-Lösungen ermöglicht dem Anwender Geschäftsprozesse und Produktkenntnisse über den kompletten Produktlebenszyklus abzubilden und den Produktionsprozess digital zu simulieren. Damit kann ein besseres Verständnis für die Unternehmensprozesse erreicht werden. Neben der Reduktion von Ausfallzeiten und einer Verkürzung des Time-to-Market können auch Qualitätssteigerungen bei gleichzeitiger Kostenersparnis erreicht werden. Hauptkundenbranchen sind im PLM-Bereich die Automobil-, Luft- und Raumfahrt-, Maschinenbau- sowie Werkzeug- und Formenbaubranche.

EIM (Enterprise Information Management)

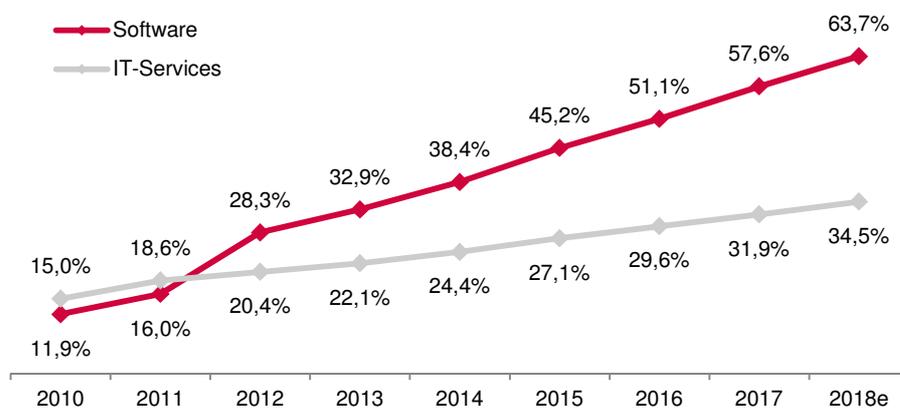
Ein Enterprise Information Management-System erlaubt das effiziente Erfassen, die Verwaltung, Speicherung und Bereitstellung von Daten und Dokumenten und dient der Unterstützung von organisatorischen Prozessen. Ziel der Implementierung eines EIM-Systems ist die Erstellung einer einheitlichen Informationsplattform, um Daten und Dokumentenredundanz zu vermeiden, erforderliche Informationen bereitzustellen und Prozesse zu steuern. EIM-Lösungen umfassen dabei verschiedene Informationstechnologien, wie Dokumentenmanagement, Knowledge Management, Workflow Management usw.

MARKT UND MARKTUMFELD

Wie auch schon im Vorjahr ist der anhaltende Digitalisierungstrend (digitale Transformation) eines der prägenden Faktoren der IT- und Telekommunikationsbranche (ITK), die gemäß aktuellen BITKOM-Marktdaten in 2017 um insgesamt 2,2 % auf 161,3 Mrd. € weiter gewachsen ist. Besonders dynamisch legten die Umsätze im Software-Segment zu, welche gegenüber dem Vorjahr um 6,5 % auf rund 23 Mrd. € zugelegt haben. Auch der Bereich IT-Dienstleistungen (Projektgeschäft, IT-Beratung) entwickelte sich mit einem Wachstum in Höhe von 2,4 % auf 39 Mrd. € stärker als der Gesamtmarkt.

Die dynamische Entwicklung dieser beiden ITK-Teilsegmente zeigt, dass der Digitalisierungstrend alle Wirtschaftsbereiche erreicht hat. Die Grundlage hierfür wurde, nach Angaben von BITKOM, bereits mit der flächendeckenden Einführung von Cloud Computing gelegt, womit die Basis für weitere Digitalisierungsschritte geschaffen wurde. Für 2018 werden für beide ITK-Bereiche ähnlich hohe Wachstumsraten erwartet.

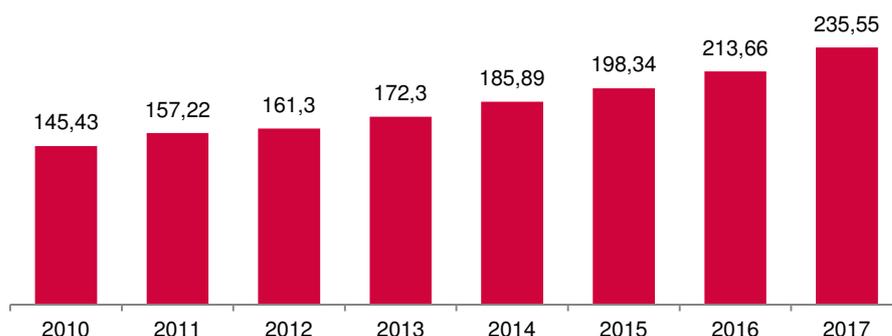
Kumulierte Entwicklung IT-Services und Software



Quelle: BITKOM; GBC AG

Auch in den für die CENIT AG wesentlichen Märkten außerhalb Deutschlands wird eine jeweils ähnliche Marktdynamik ersichtlich. Während größtenteils der Absatz mit Hardware unter einem hohen Margendruck leidet, erweisen sich die Marktsegmente IT-Dienstleistungen und Software weiterhin als besonders wachstumsstark. In der Schweiz legten beispielsweise die Softwareumsätze um 6 % gegenüber dem Vorjahr zu (Quelle: EITO), vor allem getrieben von einem zunehmenden Wachstum vom Bereich Software-as-a-Service. In den USA, einer ebenfalls für die CENIT AG wichtigen Region, lag das Wachstum der Softwareumsätze mit 10,2 % deutlich oberhalb der anderen ITK-Teilbereiche.

Software-Umsätze in den USA (in Mrd. US-Dollar)



Quelle: US Census Bureau; GBC AG

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	121,48	123,77	151,70	189,63	193,42
Gesamtleistung	121,48	123,77	151,70	189,63	193,42
Materialaufwand	-46,89	-47,81	-69,33	-91,02	-91,41
Rohertrag	74,59	75,97	82,38	98,61	102,01
Sonstige betriebliche Erträge	1,79	1,07	1,46	1,00	1,00
Personalaufwand	-48,55	-48,88	-53,06	-67,03	-68,66
Abschreibungen	-2,10	-2,22	-2,43	-2,74	-2,74
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,13	-14,09	-15,51	-16,95	-18,00
Zinsergebnis	0,02	-0,01	-0,17	0,00	0,00
EBT	10,62	11,84	12,67	12,88	13,61
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-3,31	-3,69	-3,69	-3,86	-4,08
Minderheitenanteile	0,00	-0,07	-0,19	-0,10	-0,12
Jahresüberschuss	7,32	8,08	8,80	8,92	9,40
EBITDA	12,70	14,06	15,27	15,62	16,35
in % der Umsatzerlöse	10,5%	11,4%	10,1%	8,2%	8,5%
EBIT	10,60	11,85	12,84	12,88	13,61
in % der Umsatzerlöse	8,7%	9,6%	8,5%	6,8%	7,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,87	0,97	1,05	1,07	1,12
Dividende je Aktie in €	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Aktienzahl in Mio. Stück	8,37	8,37	8,37	8,37	8,37

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017

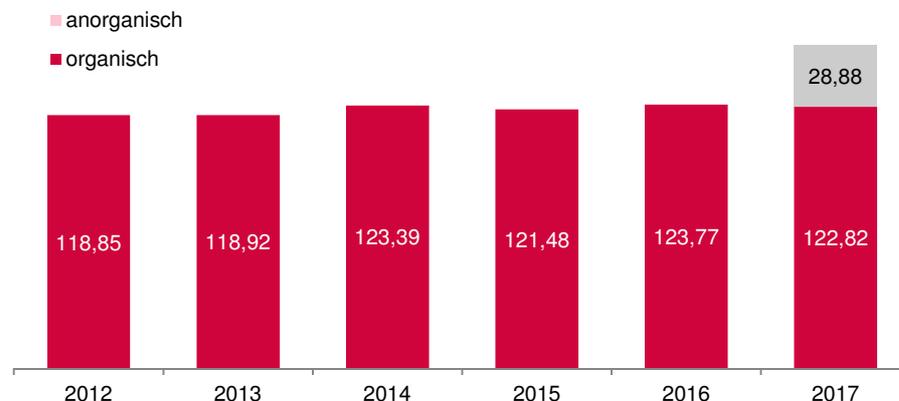
In Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	121,48	123,77	151,70
Umsatzerlöse – PLM	97,94	102,90	132,65
Umsatzerlöse – EIM	23,54	20,87	19,05
EBIT	10,60	11,85	12,84
EBIT-Marge	8,7%	9,6%	8,5%
Jahresüberschuss	7,32	8,08	8,80
EPS in €	0,87	0,97	1,05

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2017

Die CENIT AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 das nachhaltige Umsatzniveau deutlich angehoben. Die um 22,6% auf 151,70 Mio. € (VJ: 123,77 Mio. €) erreichte Wachstumsdynamik ist dabei ausschließlich auf den erstmaligen Einbezug der zum 01.07.2017 erworbenen KEONYS SAS zurückzuführen und damit rein anorganischer Natur. Der Umsatzbeitrag des in Paris ansässigen Integrators und Resellers von PLM-Lösungen von Dassault Systèmes belief sich seit der Konzernzugehörigkeit auf 28,88 Mio. €. Bereinigt um diesen Umsatzbeitrag weist die CENIT AG organisch einen leichten Umsatzrückgang um -0,8 % auf 122,82 Mio. € (VJ: 123,77 Mio. €) auf, welcher damit leicht unterhalb der um Akquisitionseffekte bereinigten Umsatz-Guidance liegt, welche ein Umsatzwachstum in Höhe von 2,0 % in Aussicht gestellt hatte.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



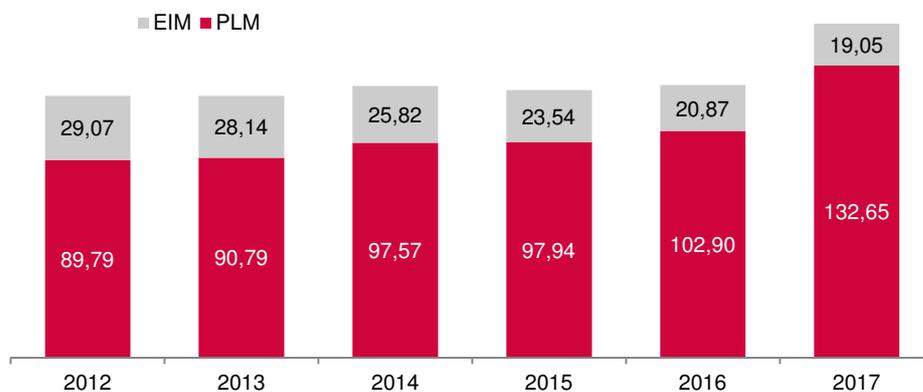
Quelle: CENIT AG; GBC AG

In der Aufteilung nach Umsatzgruppen wird die grundsätzliche Ausrichtung der Gesellschaft ersichtlich, wonach insbesondere die Konzentration auf den Ausbau des margenstarken Eigensoftware-Bereichs liegt. In den vergangenen Geschäftsjahren hatte die CENIT AG dementsprechend in diesem Produktsegment die höchsten Wachstumsraten erzielt. In 2017 stand jedoch der deutliche Anstieg der Umsätze mit Fremdsoftware auf 82,36 Mio. € (VJ: 57,59 Mio. €) im Vordergrund, primär als Resultat der neu hinzugekommenen Gesellschaft, welche in erster Linie Umsätze mit der Fremdsoftware von Dassault Systèmes erwirtschaftet. Flankierend hierzu kletterten die Beratungsumsätze auf 51,62 Mio. € (VJ: 48,42 Mio. €), wohingegen sich die Softwareumsätze mit 17,56 Mio. € (VJ: 17,57 Mio. €) konstant entwickelt hatten.

Da der anorganische Wachstumsbeitrag ausschließlich im PLM-Bereich zustande gekommen ist, findet sich das erreichte Konzernwachstum ausschließlich in diesem Geschäftsbereich wider. Im EIM-Segment verzeichnete die Gesellschaft zwar eine leicht

rückläufige Umsatzentwicklung, hier lag die Konzentration jedoch auf einer Steigerung der Profitabilität. Es wurden demnach bewusst nicht alle Aufträge angenommen, was sich in einer Verbesserung der segmentbezogenen EBIT-Marge wiederfindet (siehe Ergebnisentwicklung 2017).

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

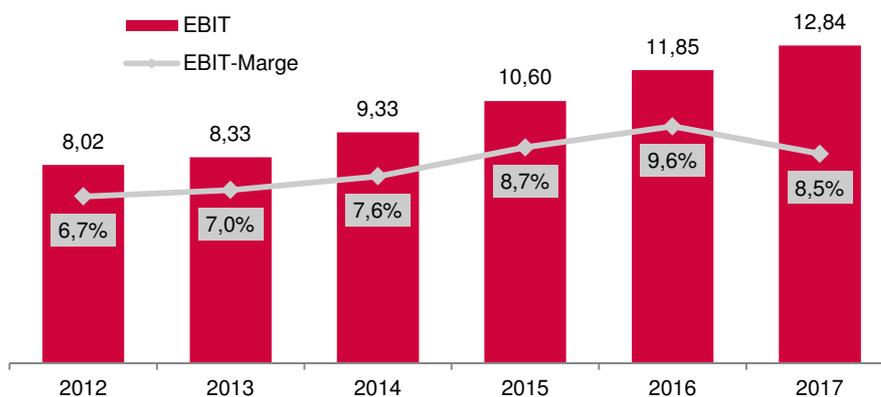


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2017

Ausgehend von der deutlichen Umsatzsteigerung kletterte das EBIT auf 12,84 Mio. € (VJ: 11,85 Mio. €) jedoch nur unterproportional, was einer Reduktion der EBIT-Marge auf 8,4 % (VJ: 9,6 %) gleichkommt. Diese Entwicklung war insbesondere nach dem KEONYS-Erwerb so erwartet worden, da die erworbene Gesellschaft Ergebnismargen deutlich unterhalb des CENIT-Niveaus aufweist. Der EBIT-Beitrag der KEONYS beläuft sich auf 1,34 Mio. €, was einer EBIT-Marge in Höhe von 4,6 % entspricht. Stand-Alone hätte die Gesellschaft also ein EBIT in Höhe von 11,50 Mio. € (EBIT-Marge: 9,4 %) erreicht, was eine nahezu konstante Margenentwicklung bedeutet hätte. Damit hätte die CENIT AG die zu Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres 2017 kommunizierte Ergebnis-Guidance eines unveränderten EBIT nahezu erreicht.

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

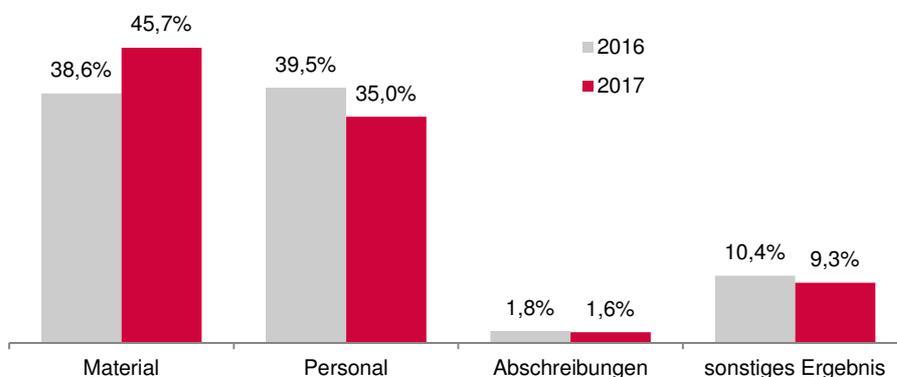


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die für das zweite Halbjahr 2017 erfolgte KEONYS-Integration hat die GuV-Strukturen der CENIT AG verändert. Insbesondere der Umstand, wonach die französische Gesellschaft den Großteil der Umsätze mit Fremdsoftware erwirtschaftet, hat einen entsprechenden überproportionalen Anstieg des Materialaufwands nach sich gezogen. Flankierend hierzu steht ein Anstieg des Personalaufwandes gegenüber, welcher trotz eines

deutlichen Ausbaus der Belegschaft auf 764 Personen (31.12.16: 615 Personen) nur unterproportional ausgefallen ist.

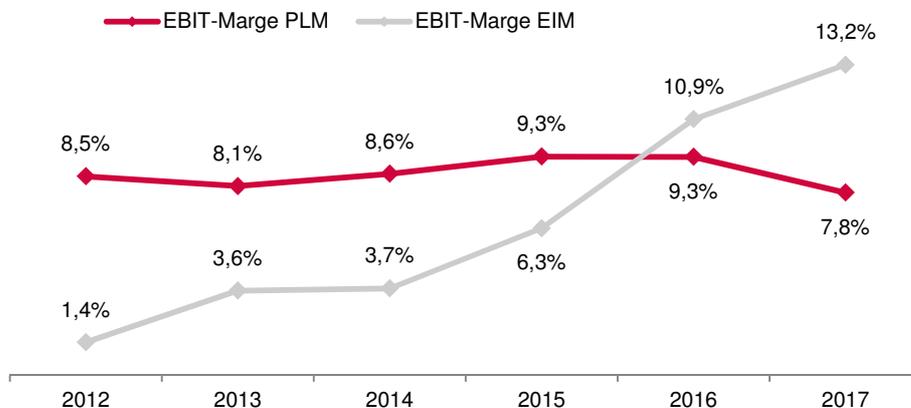
Kostenquoten (in %)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die Rentabilität der beiden Unternehmenssegmente hat sich speziell nach dem KEONYS-Erwerb heterogen entwickelt. Die stärkere Fokussierung auf eine Steigerung der Profitabilität wird insbesondere anhand der Steigerung der EBIT-Marge im EIM-Segment sichtbar. Demgegenüber steht aber im Mix mit der geringeren EBIT-Marge der KEONYS ein Rückgang im PLM-Segment. Bereinigt um anorganische Effekte, hätte die CENIT AG im PLM-Segment eine EBIT-Marge in Höhe von 8,7 % erwirtschaftet.

Segmentbezogene EBIT-Marge



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Zwar greift die CENIT im geringen Umfang auf Bankverbindlichkeiten zurück, diese spielen jedoch eine nur untergeordnete Rolle. Dementsprechend haben die Finanzaufwendungen einen nur geringen Einfluss auf die Ergebnissituation der CENIT AG, so dass das EBIT nahezu dem Vorsteuerergebnis entspricht. Bei einer Steuerquote von 29,1 % (VJ: 31,2 %) beläuft sich der Jahresüberschuss auf 8,80 Mio. € (VJ: 8,08 Mio. €). Der diesjährigen Hauptversammlung soll erneut die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 1,00 € vorgeschlagen werden. Die hohe Dividendenkontinuität der vergangenen Jahre wird damit fortgesetzt.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017

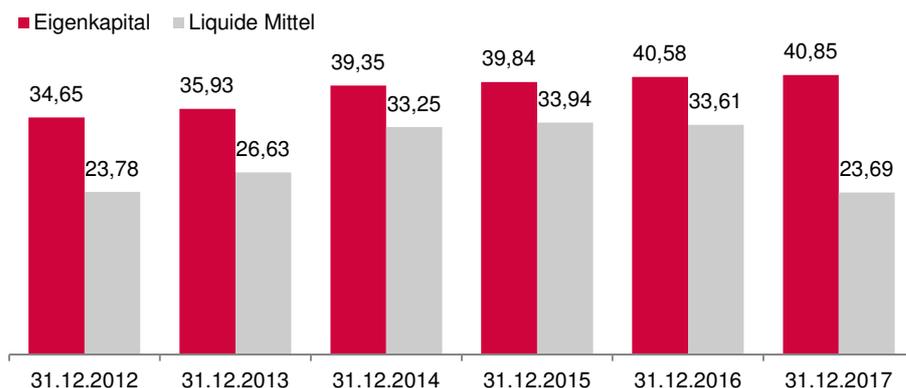
in Mio. €	31.12. 2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	39,84	40,58	40,85
EK-Quote (in %)	59,6%	56,2%	46,8%
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	3,15
Liquide Mittel	33,94	33,61	23,69
Nettoverschuldung	-33,94	-33,61	-20,54
Operatives Anlagevermögen	6,04	7,44	17,55
Working Capital	-0,59	-0,95	1,81

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Der KEONYS-Erwerb hatte Veränderungen bei den Bilanzkennzahlen nach sich gezogen, wobei zu konstatieren ist, dass die CENIT AG nach wie vor über eine sehr solide Bilanzstruktur verfügt. Nach der final durchgeführten Kaufpreisallokation erfolgte im Rahmen der erstmaligen Vollkonsolidierung der französischen Gesellschaft ein Zugang beim immateriellen Vermögen in Höhe von 10,23 Mio. €, welcher sich nahezu hälftig auf Goodwill und immaterielle Vermögenswerte aufteilt.

Durch den akquisitionsbedingten Zugang kurzfristiger Forderungen legten zwar die kurzfristigen Vermögenswerte der CENIT AG zu, dem steht jedoch ein Rückgang der liquiden Mittel auf 23,69 Mio. € (31.12.16: 33,61 Mio. €) gegenüber. Der Liquiditätsrückgang basiert in erster Linie auf die fixe Kaufpreiszahlung (-6,20 Mio. €) für den KEONYS-Erwerb, wodurch der Investitions-cashflow mit -7,74 Mio. € erheblich niedriger als in den Vorjahren ausgefallen ist. Wird die Dividendenausschüttung in Höhe von -8,52 Mio. € berücksichtigt, ergibt sich damit insgesamt ein Liquiditätsabgang in Höhe von -16,26 Mio. €. Diesem steht ein operativer Cashflow in Höhe von nur 3,92 Mio. € gegenüber, was sich in der rückläufigen Liquiditätsentwicklung wiederfindet. Nach wie vor verfügt die CENIT AG aber über einen ausreichenden Cash-Bestand, als wichtigen Sicherheitspuffer für das operative Geschäft.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Bei einem nahezu unveränderten Eigenkapital in Höhe von 40,85 Mio. € (31.12.16: 40,58 Mio. €) hat sich die Eigenkapitalquote aufgrund der akquisitionsbedingten Bilanzverlängerung auf 46,8 % (31.12.16: 56,2 %) reduziert. Diese liegt jedoch auf einem weiterhin sehr guten Niveau und die CENIT AG greift in einem nur sehr geringen Umfang auf Bankfinanzierungen zurück. Zum 31.12.17 verfügte die Gesellschaft über Bankverbindlichkeiten in Höhe von 3,15 Mio. €, so dass der überwiegende Teil des Fremdkapitals einen Working Capital-Charakter aufweist.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Starke bilanzielle Situation mit hoher Eigenkapitalquote • 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 • Deutlich ausgeweitete Umsatzbasis durch den KEONYS-Erwerb 	<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 • Fremdsoftwaregeschäft hat nach dem KEONYS-Erwerb an Bedeutung gewonnen, was zu einer Minderung des Unternehmens-EBIT geführt hat
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 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 BEWERTUNG

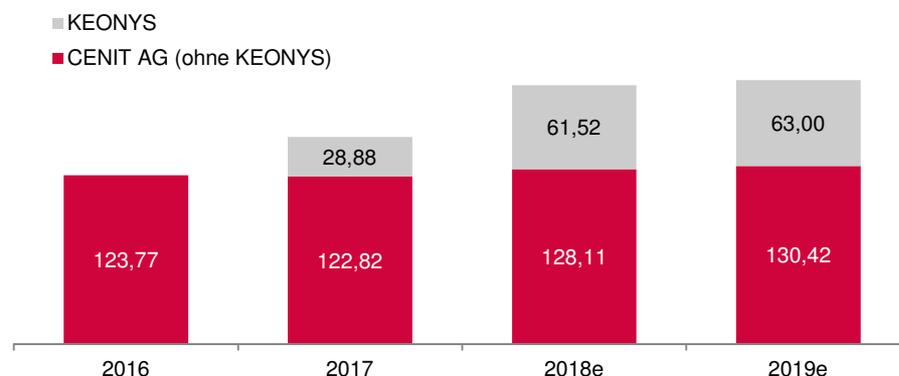
In Mio. €	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	151,70	189,63	193,42
EBIT	12,84	12,88	13,61
EBIT-Marge	8,5%	6,8%	7,0%
Jahresüberschuss	8,80	8,92	9,40
EPS in €	1,05	1,07	1,12

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2018 - 2019

Die CENIT AG hat für das laufende Geschäftsjahr 2018 ein Umsatzwachstum in Höhe von 25 % bei einem gleichbleibenden EBIT in Aussicht gestellt. Alleine aus der erstmaligen Vollkonsolidierung der KEONYS-Gruppe, die im abgelaufenen Geschäftsjahr lediglich für sechs Monate einbezogen war, sollte hier ein signifikanter Basiseffekt bei den Umsatzerlösen zum Tragen kommen. Die KEONYS-Gruppe hatte im abgelaufenen Geschäftsjahr insgesamt 55,73 Mio. € erwirtschaftet, hiervon 28,88 Mio. € seit der Zugehörigkeit zum CENIT-Konzern. Es würde demnach lediglich ein Umsatzwachstum in Höhe von rund 10 % bei der KEONYS-Gruppe sowie in Höhe von rund 4 % bei der CENIT AG (ohne KEONYS) ausreichen, um das von der Gesellschaft anvisierte 25%ige Umsatzwachstum zu erreichen:

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das kommende Geschäftsjahr 2019 erachten wir jeweils Wachstumsraten in Höhe von 1,8 % bei der CENIT AG sowie in Höhe von 2,4 % bei der KEONYS-Gruppe als realistisch, womit ein Umsatzniveau in Höhe von insgesamt 193,42 Mio. € erreicht werden könnte. Es wird demnach ersichtlich, dass die CENIT-Gruppe insgesamt eine deutliche Anhebung des nachhaltigen Umsatzniveaus erreicht hat. Mit dem Erwerb und der Integration der KEONYS erfolgte damit ein weiterer Schritt innerhalb der langfristigen Strategie „CENIT 2020“, im Rahmen derer für das Jahr 2020 ursprünglich ein Umsatzniveau in Höhe von 170 Mio. € in Aussicht gestellt wurde. Bereits im laufenden Geschäftsjahr dürfte diese Zielmarke deutlich übertroffen werden.

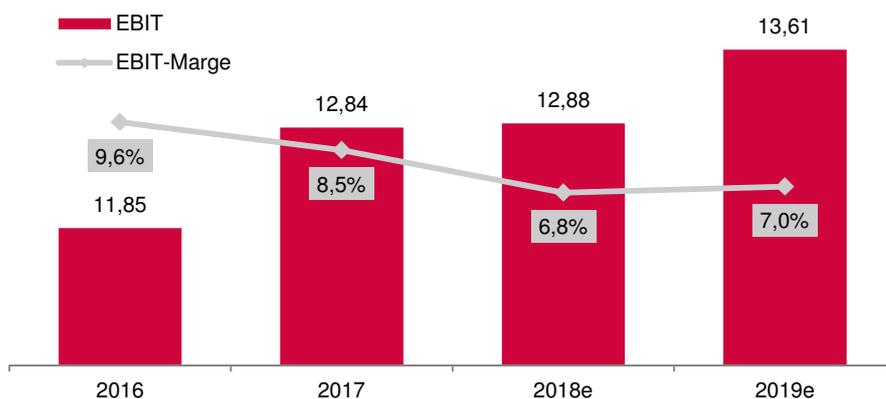
Ebenfalls ein Bestandteil der langfristigen Unternehmensstrategie ist der weitere Ausbau des Eigensoftwareanteils. Die erstmalige Konsolidierung der KEONYS dürfte im Umsatzmix jedoch zu einem Rückgang des Eigensoftwareanteils führen, da die französische Gesellschaft nahezu ausschließlich Umsätze mit Fremdsoftware von Dassault Systèmes sowie dazugehörige Beratungsumsätze erzielt. Die CENIT AG wird weiterhin

die Investitionen in die eigene Softwareentwicklung forcieren, um die Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten sowie die Rentabilität zu verbessern.

Ergebnisprognosen 2018 – 2019

Auch wenn sich die Umsatzbasis deutlich erhöhen wird, erwartet die Gesellschaft eine nur konstante Entwicklung des EBIT. In erster Linie findet sich hier der Umstand wieder, wonach die KEONYS-Umsätze, da zu großen Teilen aus Handelsumsätzen bestehend, deutlich margenschwächer sind als die CENIT-Umsätze. Die EBIT-Marge der KEONYS belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr auf 4,6 % und damit deutlich unterhalb der EBIT-Marge der CENIT AG (Stand-Alone) in Höhe von 9,4 %. Für die kommenden Geschäftsjahre sollte die EBIT-Marge aufgrund des neuen Umsatzmix damit noch unterhalb der im Rahmen des Strategieprogramms „CENIT 2020“ von der Gesellschaft anvisierten Größenordnung von 10,0 % liegen. Wir unterstellen für das laufende Geschäftsjahr 2018 einen nur geringen EBIT-Beitrag der neu erworbenen KEONYS, welcher jedoch in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive zunehmen sollte. Bei der CENIT AG (Stand Alone) rechnen wir für 2018 und 2019 mit EBIT-Margen in Höhe von jeweils 9,7 % und damit in Höhe der langfristig geplanten Größenordnung.

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



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus rechnen wir mit einer Forcierung der Entwicklungsaktivitäten im Bereich der Eigensoftware, was zwar zunächst mit entsprechenden erhöhten Aufwendungen einhergehen sollte, jedoch mittelfristig eine Rentabilitätsverbesserung bedeutet. In unseren EBIT-Prognosen haben wir zudem die aus der Kaufpreisallokation resultierenden höheren Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte berücksichtigt.

Die stärkere Ausrichtung auf eine Steigerung der Profitabilität und eine daraus resultierende selektivere Annahme von Aufträgen dürfte mit einer Margenverbesserung einhergehen. Sichtbar wurde dies bereits im EIM-Segment, welches in den vergangenen Geschäftsjahren signifikante Margensteigerungen erzielt hat. Wir rechnen mit einer Fortsetzung dieses Trends in den kommenden Geschäftsjahren und erwarten dass die Rentabilität des PLM-Segments, nach einer konstanten Entwicklung in 2018, ebenfalls anziehen sollte. Dies haben wir in der Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells berücksichtigt.

Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 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 10,0 % (bisher: 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 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 ein Beta von 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,60 % (bisher: 8,60 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,60 % (bisher: 8,60 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,60 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als Kursziel 24,00 € (bisher: 23,20 €). Die leichte Kurszielanhebung ist dabei auf einen so genannten „Roll-Over“-Effekt zurückzuführen, da wir erstmalig die 2019er Prognosen in den konkreten Schätzzeitraum, einbezogen haben. Die höheren 2019er Prognosen bilden eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells.

DCF-Modell

CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	9,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	17,7%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	1,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	189,63	193,42	197,29	201,23	205,26	209,36	213,55	217,82	
US Veränderung	25,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,49	12,48	13,15	13,55	14,43	15,27	16,07	16,21	
EBITDA	15,62	16,35	19,73	20,12	20,53	20,94	21,35	21,78	
EBITDA-Marge	8,2%	8,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	12,88	13,61	16,99	17,47	17,90	18,42	18,93	19,43	
EBITA-Marge	6,8%	7,0%	8,6%	8,7%	8,7%	8,8%	8,9%	8,9%	9,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-3,86	-4,08	-5,27	-5,42	-5,55	-5,71	-5,87	-6,02	
EBI (NOPLAT)	9,02	9,52	11,72	12,06	12,35	12,71	13,06	13,41	31,0%
Kapitalrendite	46,6%	49,3%	65,1%	69,0%	71,1%	75,7%	80,0%	84,0%	87,4%
Working Capital (WC)	2,80	2,50	2,47	2,52	2,57	2,62	2,67	2,72	
WC zu Umsatz	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Investitionen in WC	-0,99	0,30	0,03	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	16,50	15,50	15,00	14,85	14,22	13,71	13,29	13,44	
AFA auf OAV	-2,74	-2,74	-2,74	-2,65	-2,62	-2,51	-2,42	-2,35	
AFA zu OAV	16,6%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	
Investitionen in OAV	-1,69	-1,74	-2,24	-2,50	-2,00	-2,00	-2,00	-2,50	
Investiertes Kapital	19,30	18,00	17,47	17,36	16,79	16,33	15,96	16,16	
EBITDA	15,62	16,35	19,73	20,12	20,53	20,94	21,35	21,78	
Steuern auf EBITA	-3,86	-4,08	-5,27	-5,42	-5,55	-5,71	-5,87	-6,02	
Investitionen gesamt	-2,68	-1,44	-2,21	-2,55	-2,05	-2,05	-2,05	-2,55	
Investitionen in OAV	-1,69	-1,74	-2,24	-2,50	-2,00	-2,00	-2,00	-2,50	
Investitionen in WC	-0,99	0,30	0,03	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,08	10,82	12,26	12,16	12,93	13,17	13,43	13,20	209,14

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	180,89	185,62
Barwert expliziter FCFs	63,47	58,11
Barwert des Continuing Value	117,42	127,51
Nettoschulden (Net debt)	-21,25	-23,70
Wert des Eigenkapitals	202,14	209,32
Fremde Gewinnanteile	-1,28	-1,33
Wert des Aktienkapitals	200,86	207,99
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,00	24,86

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%
67,4%	23,48	21,98	20,72	19,64	18,72
77,4%	25,55	23,82	22,36	21,12	20,06
87,4%	27,62	25,65	24,00	22,60	21,40
97,4%	29,68	27,49	25,65	24,08	22,74
107,4%	31,75	29,33	27,29	25,56	24,08

ANHANG

§ I

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II

§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., 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