



Researchstudie (Anno)

CENIT AG

cenit

- Durch starkes Q4 2020 Ergebnis deutlich über Erwartungen ausgefallen
- Umsatz- und Ergebnisdynamik sollte ab 2022 deutlich ansteigen
- CENIT 2025 bestätigt

Kursziel: 17,80 €

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: 17,80 €
(bisher: 16,40 €)

Aktueller Kurs: 13,65
09.04.2021 / XETRA / 17:36

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
WKN: 540710
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
Marketcap³: 114,22
Enterprise Value³: 97,66
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 70,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Software

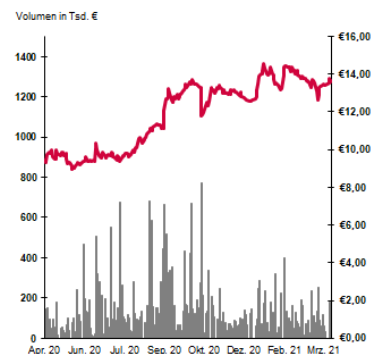
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 711 Stand: 31.12.2020

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Dr. Markus Wesel



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	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	147,24	154,60	168,52	183,68
EBITDA	9,59	11,12	16,09	17,92
EBIT	3,63	5,22	10,19	11,59
Jahresüberschuss	2,32	3,36	6,85	7,82

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,28	0,40	0,82	0,93
Dividende je Aktie	0,47	0,20	0,40	0,45

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,66	0,63	0,58	0,53
EV/EBITDA	10,18	8,78	6,07	5,45
EV/EBIT	26,90	18,71	9,58	8,43
KGV	49,23	34,00	16,67	14,61
KBV	2,67			

Finanztermine

12.05.2021: Q1-Bericht 2021
17-19.05.21: Equity Forum
20.05.2021: Hauptversammlung
03.08.2021: Q2-Bericht 2021
07.09.2021: ZKK
04.11.2021: Q3-Bericht 2021

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
09.11.2020: RS / 16,40 / KAUFEN
06.08.2020: RS / 16,50 / KAUFEN
13.05.2020: RS / 18,10 / KAUFEN
16.04.2020: RS / 18,10 / KAUFEN
07.11.2019: RS / 19,85 / KAUFEN

** 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 2021 einen Umsatzrückgang in Höhe von 14,3 % auf 147,24 Mio. € (VJ: 171,71 Mio. €) ausgewiesen, und damit lagen die Umsätze innerhalb der Unternehmens-Guidance (145 – 150 Mio. €). Erwartungsgemäß kam es bei den CENIT-Kunden, die schwerpunktmäßig von der Pandemie besonders betroffenen Branchen (Automotive, Aerospace, Maschinenbau, Schiffsbau) stammen, zu einer Verschiebung von Investitionsvorhaben. Dies hatte insbesondere einen Rückgang der Beratungserlöse in Höhe von 22,2 % auf 38,49 Mio. € (VJ: 49,49 Mio. €) zur Folge. Auch die Erlöse mit Fremdsoftware (bspw. CATIA, IBM etc.) waren von Budgetkürzungen betroffen und lagen ebenfalls um 12,4 % auf 92,51 (VJ: 105,63 Mio. €) deutlich hinter dem Vorjahreswert. Demgegenüber wurde bei den Umsätzen mit eigener Software lediglich ein Umsatzrückgang in Höhe von 2,6 % auf 15,93 Mio. € (VJ: 16,36 Mio. €) ausgewiesen. Zudem muss erwähnt werden, dass mit 81,94 Mio. € (VJ: 82,68 Mio. €) und damit 55,7 % (VJ: 48,1 %) der Großteil der Softwareumsätze einen wiederkehrenden Charakter haben.
- Als Folge des starken Umsatzrückgangs weist die CENIT AG einen sichtbaren EBIT-Rückgang auf 3,63 Mio. € (VJ: 9,20 Mio. €) auf, welcher jedoch deutlich oberhalb der Unternehmens-Guidance liegt. Im Rahmen der 9-Monatsberichterstattung wurde eine EBIT-Bandbreite von 1,5 – 2,0 Mio. € in Aussicht gestellt. Zur Erreichung eines positiven Ergebnismilieus haben auch die Bemühungen des CENIT-Managements beigetragen, Kostensenkungen zeitnah umzusetzen. So hat etwa die Inanspruchnahme von Kurzarbeit den Personalaufwand deutlich reduziert. Auf der anderen Seite wurden bspw. bei den Reisekosten und damit bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ebenfalls deutliche Einsparungen erreicht.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2021 rechnet das CENIT-Management mit Umsatzerlösen in Höhe von 152,0 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 4,9 Mio. €. Daraus lässt sich ableiten, dass das CENIT-Management auch für 2021 mit sichtbaren Belastungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie rechnet. Auch wenn dies unternehmensseitig nicht kommuniziert wurde, ist davon auszugehen, dass erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 die Wachstumsdynamik wieder spürbar zunehmen sollte. Die CENIT 2025-Strategie, wonach unter Zuhilfenahme hohen anorganischen Wachstums Umsatzerlöse in Höhe von ca. 300 Mio. € und eine EBIT-Marge in Höhe von 8 – 10 % erreicht werden sollen, wurde ebenfalls bestätigt.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 154,60 Mio. €. Da wir davon ausgehen, dass ab 2022 die pandemiebedingten Effekte geringer sein werden, sollte die Gesellschaft eine Steigerung der Umsatzdynamik erreichen. Wir rechnen mit Umsätzen von 168,52 Mio. € (GJ 2022) bzw. 183,68 Mio. € (GJ 2023). Für 2021 unterstellen wir einen EBIT-Anstieg auf 5,22 Mio. € und liegen damit leicht über der Unternehmens-Guidance. Einen sichtbaren Margensprung sollte die CENIT AG ab 2022 aufzeigen, einerseits bedingt durch Skaleneffekte, andererseits durch einen für die operative Ergebnisentwicklung günstigeren Umsatzmix.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 17,80 € (bisher: 16,40 €) ermittelt. Ein Faktor für die Kurszielanhebung ist die Reduktion des risikolosen Zinssatzes und damit einhergehend der gewichteten Kapitalkosten. Auf der anderen Seite haben wir erstmalig die höheren Umsatz- und Ergebnisschätzungen des Geschäftsjahres 2023 in die konkrete Schätzperiode einbezogen, die damit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Modells darstellt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 17,80 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

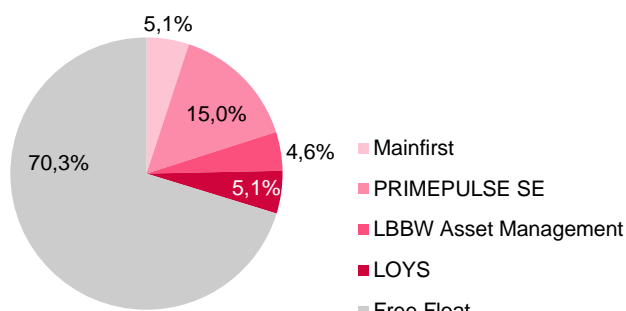
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Produktsegmente	4
PLM (Product Lifecycle Management)	4
EIM (Enterprise Information Management)	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2020	8
Umsatzentwicklung 2020	8
Ergebnisentwicklung 2020	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020	11
Prognose und Bewertung	12
Umsatz- und Ergebnisprognosen	12
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Mainfirst	5,1%
PRIMEPULSE SE	15,0%
LBBW Asset Management	4,6%
LOYS AG	5,1%
Free Float	70,3%

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 agiert die Gesellschaft in erster Linie als Partner und Integrator von 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 im PLM-Bereich sind die Automobil-, Luft- und Raumfahrt-, Maschinenbau- sowie Werkzeug- und Formenbaubranche.

In erster Linie fungiert die CENIT in diesem Produktsegment als integrierter Value Added Reseller (VAR) von Lösungen von Dassault Systèmes, dem mit einem weltweiten Marktanteil von 33 % (Stand: 2017) größten Anbieter von PLM-Lösungen. Mit der in 2017 erfolgten Übernahme von Keonys, dem größten Reseller und Integrator von PLM-Produkten von Dassault in Frankreich, Belgien und Niederlande, avanciert CENIT zum weltweit größten VAR von Dassault.

Neben den Produkten von Dassault bietet CENIT zudem die eigenentwickelte Software FASTSUITE an, welche, ergänzt um Partnersoftware, den großen Teil des Fertigungsprozesses abdeckt. Die softwareseitige Unterstützung dieser digitalen Fabriken deckt die Bereiche Projektierung, Simulation und Optimierung von Fertigungsprozessen bis hin zur Programmierung von NFC und Roboterzellen ab.

Als langjähriger SAP Beratungs- und Entwicklungspartner ermöglicht CENIT über ein eigenes Konzept die Integration der beiden Produktwelten von Dassault und von SAP und bietet damit den Kunden die Freiheit beide Plattformen anzuwenden.

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.

In diesem Produktsegment bietet die CENIT Beratungs- und Integrationsleistungen an, welche um Softwarelösungen marktführender Softwarepartner und eigenen Lösungen ergänzt werden.

MARKT UND MARKTUMFELD

Grundsätzlich ist die CENIT AG mit ihren beiden Geschäftsbereichen PLM und EIM Teil einer dynamisch wachsenden Branche, die sich jedoch den Auswirkungen der Corona-Pandemie nicht vollständig entziehen konnte. Dabei hat der Digitalisierungstrend einen starken Schub erhalten. Um die notwendigen Abstände einzuhalten, mussten nicht nur HomeOffice-Arbeitsplätze eingerichtet werden, die internen Prozesse mussten zudem auch stärker digitalisiert werden. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Digitalisierungsaktivitäten in 2020 in erster Linie eine schnelle Reaktion zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes waren, wohingegen langfristige Investitionsvorhaben eher zurückgestellt wurden. Die niedrigere Investitionsbereitschaft vieler Unternehmen ist unserer Ansicht nach auch eine Folge der hohen finanziellen Unsicherheit. Demzufolge ist es nachvollziehbar, dass gemäß BITKOM-Daten die Gesamtumsätze im Softwarebereich in 2020 um -1,0 % leicht zurückgegangen sind.

Ein wichtiger Aspekt für die CENIT AG ist der Branchenschwerpunkt ihrer Kunden. Im PLM-Segment werden dabei vornehmlich Kunden aus den Bereichen Automotive, Aerospace, Maschinenbau und Schiffsbau, also Branchen, die in besonderer Weise von Corona betroffen waren, adressiert. Gemäß VDA-Daten hatten die PK-Neuzulassungen in Europa mit -24 % einen historischen Einbruch verzeichnet. Gemäß Daten von Airbus, hier stellvertretend für die Entwicklung in der Flugzeugbranche, lag der Nettoauftragseingang in 2020 um -65,1 % unter dem Vorjahreswert. Nach aktuellen VDMA-Zahlen wird für 2020 von einem Rückgang in der deutschen Maschinenproduktion von rund -12 % ausgegangen. Es wird also ersichtlich, dass die von der CENIT AG adressierten Branchen deutlich stärker als die Softwarebranche von der Corona-Pandemie beeinflusst waren.

Die übergeordnete und damit von der Corona-Pandemie losgelösten Marktvorgaben für das PLM-Segment sind angesichts der zunehmenden Digitalisierung in den Produktionsprozessen aber sehr positiv. Gemäß Daten des Beratungsunternehmens Quadrant Knowledge Solutions ist der weltweite PLM-Markt in 2019, also noch vor der Corona-Krise, um +7,6 % gewachsen. Diese hohe Marktdynamik sollte sich bis 2024 mit einem erwarteten CAGR von +7,4 % fortsetzen. Zu den wichtigsten Treibern zählen unverändert die zunehmende Digitalisierung in der Industrie, die von einer weitestgehenden Adoption von IoT-Anwendungen und Industrie 4.0-Strategien profitiert. Die steigende Komplexität der Produkte und die Realisierung des digitalen Zwillings dürften für zusätzliches Wachstum sorgen. Die vornehmlich von der CENIT AG als Reseller vertriebenen Produkte von Dassault Systèmes und SAP werden dabei dem Quadranten Technologieführer mit einem hohen Kundennutzen zugeordnet.

Die immer umfassenderen Datenmengen, die jedes Jahr generiert werden, bieten die Basis für ein dynamisches Wachstum im EIM-Bereich. Gemäß Schätzungen des Analysehauses Technavio ist der Bedarf für die Einführung von EIM-Lösungen hoch, da damit die immer größer werdenden Datenmengen strukturiert zusammengefasst und aufbereitet werden. Zwischen 2020 und 2024 soll der globale EIM-Markt mit einem CAGR von etwa +19 % äußerst dynamisch wachsen. Auch das Jahr 2020 soll mit einer ähnlich hohen Dynamik gewachsen sein, nachdem lediglich das erste Quartal negativ von der Corona-Pandemie beeinträchtigt war.

Insgesamt ist die CENIT AG damit Teil eines grundsätzlich sehr wachstumsstarken Branchenumfelds, welches von langfristigen Trends geprägt ist. Belastungen könnten sich jedoch kurzfristig aus dem Branchenschwerpunkt der CENIT-Kunden ergeben, die mehrheitlich stark von der Corona-Pandemie betroffen waren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	171,71	147,24	154,60	168,52	183,68
Materialaufwand	-86,26	-75,38	-78,38	-81,42	-88,72
Rohertrag	85,45	71,86	76,22	87,09	94,96
Sonstige betriebliche Erträge	1,35	0,83	1,50	1,50	1,50
Personalaufwand	-60,30	-54,82	-57,10	-60,50	-65,94
Abschreibungen	-6,04	-5,96	-5,90	-5,90	-6,34
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-11,26	-8,28	-9,50	-12,00	-12,60
Zinsergebnis	-0,30	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
EBT	8,90	3,43	5,02	9,99	11,38
Steuern	-1,94	-1,14	-1,51	-3,00	-3,42
Minderheitenanteile	-0,09	0,03	-0,15	-0,15	-0,15
Nachsteuerergebnis	6,87	2,32	3,36	6,85	7,82
EBITDA	15,24	9,59	11,12	16,09	17,92
in % der Umsatzerlöse	8,9%	6,5%	7,2%	9,6%	9,8%
EBIT	9,20	3,63	5,22	10,19	11,58
in % der Umsatzerlöse	5,4%	2,5%	3,4%	6,0%	6,3%
Ergebnis je Aktie in €	0,82	0,28	0,40	0,82	0,93
Dividende je Aktie in €	0,00	0,47	0,20	0,40	0,45
Aktienzahl in Mio. Stück	8,37	8,38	8,37	8,37	8,37

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2020

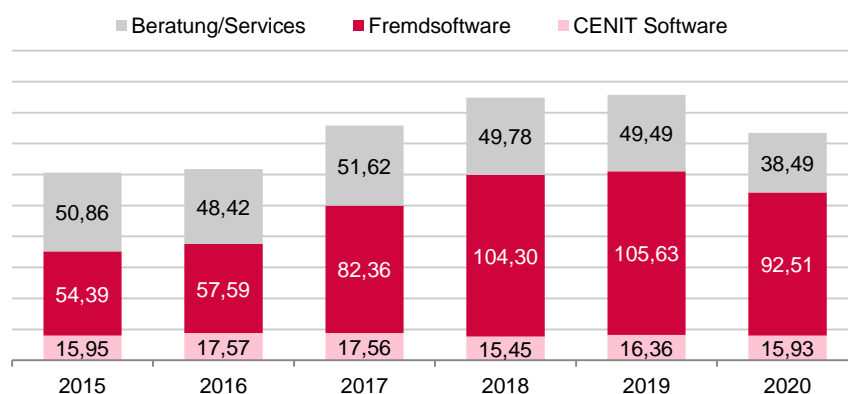
In Mio. €	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	151,70	169,99	171,71	147,24
davon <i>Eigensoftware</i>	17,56	15,45	16,36	15,93
davon <i>Fremdsoftware</i>	82,36	104,30	105,63	92,51
davon <i>Beratung/Services</i>	51,62	49,78	49,49	38,49
EBIT	12,84	9,03	9,20	3,63
EBIT-Marge	8,5%	5,3%	5,4%	2,5%
Jahresüberschuss	8,80	5,95	6,87	2,32
EPS in €	1,05	0,71	0,82	0,28

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2020

Bereits Mitte Februar 2021 hatte die CENIT AG die vorläufigen Eckdaten des abgelaufenen Geschäftsjahres 2020 veröffentlicht. Insofern enthalten die nun im Rahmen des Geschäftsberichtes veröffentlichten endgültigen Zahlen keine großen Überraschungen. Wie angekündigt, lag der Umsatzrückgang in Höhe von 14,3 % auf 147,24 Mio. € (VJ: 171,71 Mio. €) im Rahmen der letzten Unternehmens-Guidance. Zuletzt hatte das CENIT-Management mit Veröffentlichung des 9-Monatsberichtes 2020 für das Gesamtjahr Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 145 – 150 Mio. € in Aussicht gestellt. Auch wenn die CENIT-Produkte insbesondere die Digitalisierung im Produktionsprozess sowie im Informationsmanagement unterstützen, hatten viele CENIT-Kunden Investitionsvorhaben ausgesetzt bzw. verschoben. Dies liegt daran, dass die CENIT-Kunden schwerpunktmäßig Branchen (Automotive, Aerospace, Maschinenbau, Schiffsbau) angehören, die besonders von der Covid-19-Pandemie betroffen waren. Zwar gehört ein Teil der CENIT-Kunden auch Branchen (Finanzen, Versorger, Gesundheit) an, die nur wenig von der Pandemie betroffen waren, diese haben jedoch einen geringen Umsatzanteil.

Umsatzentwicklung getrennt nach Produktgruppen (in Mio. €)



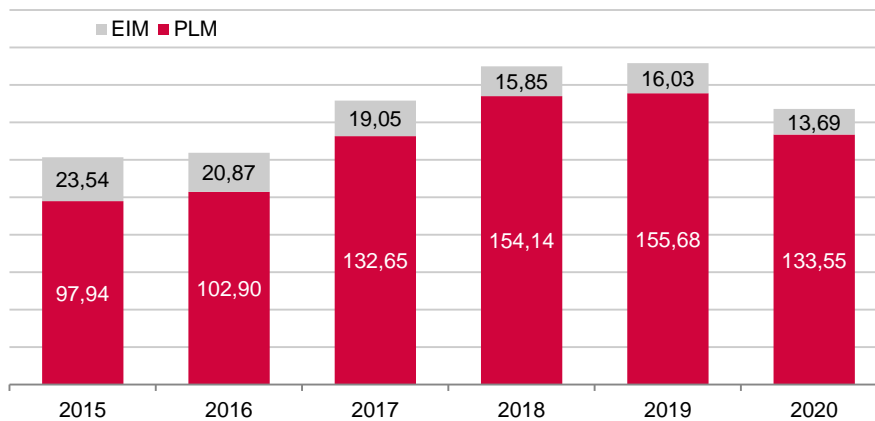
Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die verschobenen Aufträge sind besonders anhand des deutlichen Rückgangs der Beratungserlöse sichtbar, die um 22,2 % bzw. 11,00 Mio. € unter dem Vorjahreswert lagen. Auch die Erlöse mit Fremdsoftware (bspw. CATIA, IBM etc.) waren von Budgetkürzungen und der Investitionszurückhaltung betroffen und lagen um 12,4 % bzw. 13,12 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus. Demgegenüber liegt eine solide Entwicklung der Eigensoftware-Umsätze, die einen Umsatzrückgang von lediglich 2,6 % bzw. 0,43 Mio. € aufweisen. Es ist zudem erwähnenswert, dass die CENIT AG Umsätze aus der Softwarepflege, also wiederkehrende Umsätze in Höhe von insgesamt 81,94 Mio. € (VJ:

82,68 Mio. €) aufweist, womit der Anteil wiederkehrender Umsätze bei insgesamt 55,7 % (VJ: 48,1 %) liegt.

Zusätzlich zu der produktbezogenen Umsatzaufteilung weist die CENIT AG auch eine Umsatzaufteilung nach den beiden Berichtssegmenten PLM und EIM auf. Dabei waren beide Segmente gleichermaßen vom pandemiebedingten Umsatzrückgang betroffen. Während die EIM-Umsätze um 14,6 % unter dem Vorjahreswert lagen, weist der PLM-Bereich eine Minderung in Höhe von 14,2 % auf:

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

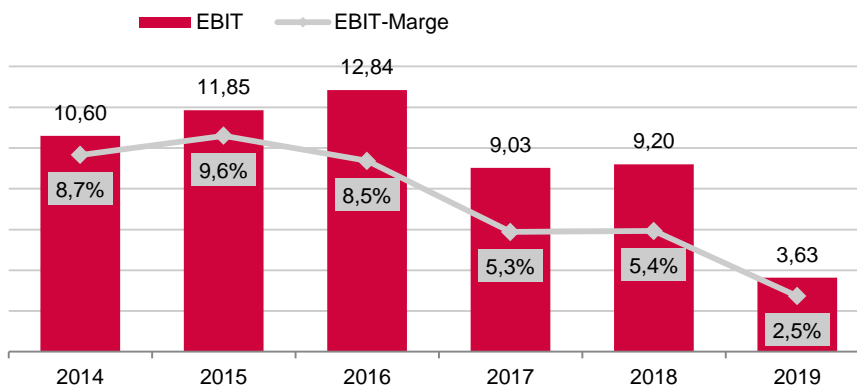


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2020

Angesichts des sichtbaren Umsatzrückgangs ist der deutliche EBIT-Rückgang auf 3,63 Mio. € (VJ: 9,20 Mio. €) nachvollziehbar. Dieser lag jedoch oberhalb der vom Management zuletzt im Rahmen der 9-Monatsberichterstattung veröffentlichten Guidance, wonach eine EBIT-Bandbreite von 1,5 – 2,0 Mio. € erwartet wurde. Auch unsere Prognose (GBC-Prognose: 2,28 Mio. €) wurde damit deutlich übertroffen.

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

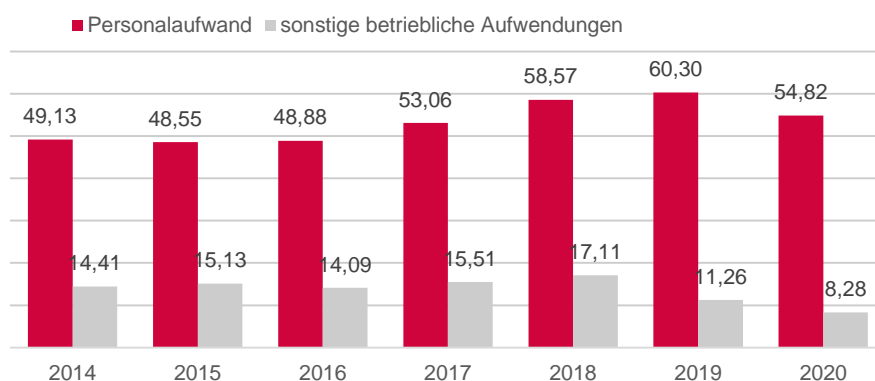


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Unterjährig wird auf EBIT-Ebene eine deutliche Erholungstendenz sichtbar. Zwar lag im vierten Quartal 2021 das EBIT nach wie vor signifikant unterhalb des Vorjahreswertes, aufgrund des überdurchschnittlichen Anstiegs der Umsätze mit eigener Software, wurde im vierten Quartal aber ein unerwartet hohes operatives Ergebnis in Höhe von 1,96 Mio. € erwirtschaftet.

Zur Erreichung eines positiven Ergebnisniveaus haben auch die Bemühungen des CENIT-Managements beigetragen, Kostensenkungen zeitnah umzusetzen. Ausgehend von der auf 71,86 Mio. € (VJ: 85,45 Mio. €) rückläufigen Rohertragsentwicklung, wobei die Rohertragsmarge mit 48,8 % (VJ: 49,8 %) in etwa konstant geblieben ist, wurden insbesondere beim Personalaufwand sowie bei den sonstigen Aufwendungen hohe Einsparungen erreicht. Die um 5,48 Mio. € rückläufigen Personalaufwendungen sind einerseits auf den Einsatz von Kurzarbeit zurückzuführen sowie andererseits der insgesamt niedrigeren Mitarbeiteranzahl (Fluktuation) geschuldet. Einsparungen bspw. bei den Reisekosten hatten zudem die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 2,98 Mio. € reduziert, so dass ein Teil des Umsatzrückgangs hierdurch aufgefangen wurde.

Personalaufwand und sbA (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Bei einem Finanzergebnis, welches aufgrund fehlender Darlehensverbindlichkeiten mit -0,20 Mio. € (VJ: -0,30 Mio. €) als nicht relevant einzustufen ist, sowie unter Berücksichtigung eines Steueraufwands in Höhe von 1,14 Mio. € (Steuerquote: 33,2 %) hat die CENIT AG ein positives Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,32 Mio. € (VJ: 6,87 Mio. €) erreicht. Dass trotz des starken Umsatzrückgangs ein positives Nachsteuerergebnis erreicht wurde, ist an dieser Stelle hervorzuheben. In unserer bisherigen Prognose (siehe Researchstudie vom 09.11.2020) waren wir für 2020 von einem Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,37 Mio. € ausgegangen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2020

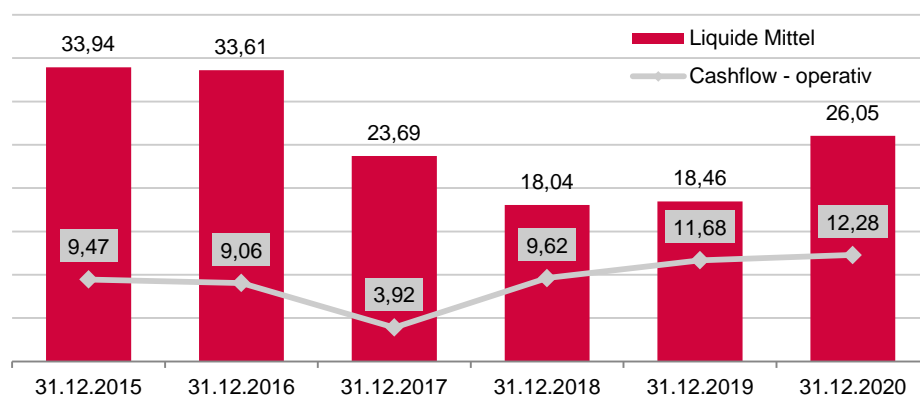
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	40,85	39,10	40,94	42,72
EK-Quote (in %)	46,8%	49,4%	45,8%	51,2%
Liquide Mittel	23,69	18,04	18,46	26,05
Working Capital	1,81	1,48	4,01	0,07
Operatives Anlagevermögen*	17,55	16,17	28,70	24,76
Cashflow (operativ)	3,92	9,62	11,68	12,28
Cashflow (Investition)	-7,74	-3,83	-2,76	-0,90
Cashflow (Finanzierung)	-8,52	-8,52	-8,57	-3,70

Quelle: CENIT AG; GBC AG; *starker Anstieg zum 31.12.2019 aufgrund erstmaliger IFRS16-Bilanzierung

Trotz pandemiebedingter Belastungen und dazugehörigem Umsatz- und Ergebnismrückgang hat die CENIT AG im abgelaufenen Geschäftsjahr Verbesserungen bei der Vermögenslage und einen spürbaren Anstieg der finanziellen Ausstattung erreicht. Dazu beigetragen hatte, neben der insgesamt positiven Ergebnissituation, auch der Verzicht auf eine Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2019. Dementsprechend erhöhte sich das Eigenkapital auf 42,72 Mio. € (31.12.19: 40,94 Mio. €) und, gemessen an der leicht rückläufigen Bilanzsumme, auch die EK-Quote auf 51,2 % (31.12.19: 45,8 %).

Besonders auffällig ist zudem der starke Ausbau der liquiden Mittel auf 26,05 Mio. € (31.12.19: 18,46 Mio. €), die auch vom Wegfall der Dividendenausschüttung profitiert haben. Zudem hat ein deutlicher Rückgang des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) stattgefunden, besonders durch eine Minderung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen hervorgerufen. Der operative Cashflow in Höhe von 12,28 Mio. € lag daher, trotz des niedrigeren Nachsteuerergebnisses, über dem Vorjahreswert. Zusammen mit niedrigeren Investitionsabflüssen sowie einem höheren Finanzierungs-Cashflow (Wegfall der Dividendenausschüttung) hatte dies zum starken Anstieg der liquiden Mittel geführt.

Liquide Mittel und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die umfangreiche Liquiditätsausstattung ist nicht nur vor dem Hintergrund der weiter andauernden Covid-19-Belastungen ein wichtiges Asset. Zudem hat die CENIT AG mit dem aktuell wieder deutlich höheren Bestand die Möglichkeit, opportunistisch M&A-Transaktionen zu realisieren, um den anorganischen Bestandteil der mittelfristigen Wachstumsstrategie umzusetzen.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

In Mio. €	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	147,24	154,60	168,52	183,68
EBIT	3,63	5,22	10,19	11,59
EBIT-Marge	2,5%	3,4%	6,0%	6,3%
Jahresüberschuss	2,32	3,36	6,85	7,82
EPS in €	0,28	0,40	0,82	0,93
Dividende in €	0,47	0,20	0,40	0,45

Quelle: GBC AG

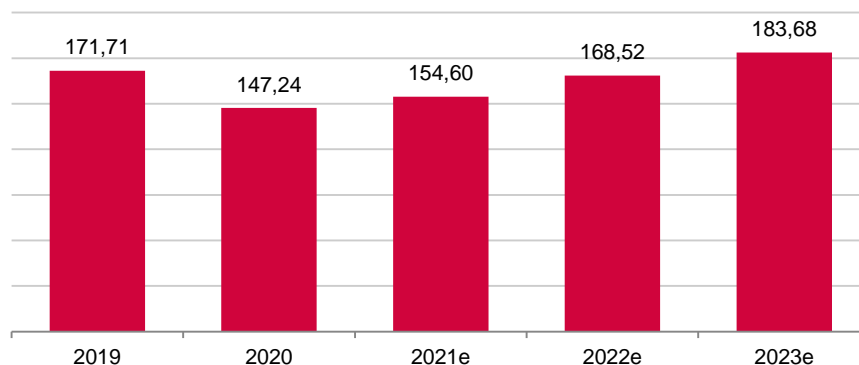
Umsatz- und Ergebnisprognosen

Gemäß Unternehmens-Guidance wird für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit Umsatzerlösen in Höhe von 152,0 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 4,9 Mio. € gerechnet. Daraus lässt sich ableiten, dass das CENIT-Management auch für 2021 mit sichtbaren Belastungen im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie rechnet. Auch wenn dies unternehmensseitig nicht kommuniziert wurde, so ist davon auszugehen, dass erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2022 die Wachstumsdynamik wieder spürbar zunehmen sollte. Dies ist insbesondere auch vor dem Hintergrund der Zielerreichung gemäß CENIT 2025-Strategie als notwendiges Szenario zu betrachten. Denn gemäß dieser mittelfristigen Unternehmensstrategie soll bis 2025 ein Gruppenumsatz von ca. 300 Mio. €, bei einer EBIT-Marge in Höhe von 8 - 10 %, erreicht werden. Allerdings ist signifikantes anorganisches Wachstum ein wichtiger Bestandteil dieser Zielvorgabe.

Weiterhin beabsichtigt die CENIT AG zu einem führenden Anbieter für digitale Prozesskontinuität zu avancieren. Dabei soll die Gesellschaft der führende Integrator für Business-Prozesse auf SAP und Dassault Systèmes Plattformen werden sowie gleichzeitig den Anteil mit eigener margenstarker Software ausbauen.

Zunächst wird für das laufende Geschäftsjahr mit einem noch zögerlichen Investitionsverhalten gerechnet. Dies vor allem auch vor dem Hintergrund der Branchenzugehörigkeit des wesentlichen Teils der CENIT-Kunden, die im Automotive, Aerospace und Maschinenbau tätig sind. Für das PLM-Segment, in dem der Großteil dieser Branchen bedient wird, wird ein moderater Umsatzanstieg in Höhe von 3,2 % auf 137,8 Mio. € erwartet. In etwa gleich stark sollte auch das EIM-Segment um 3,7 % auf 14,2 Mio. € zulegen.

Umsatzprognose (in Mio. €)

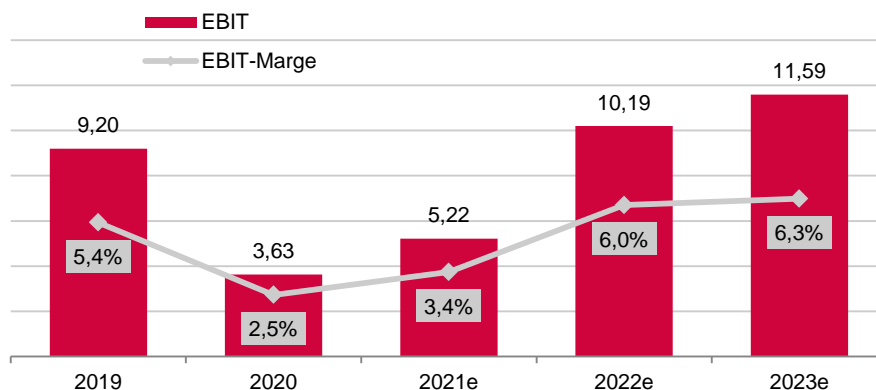


Quelle: GBC AG

Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit Umsatzerlösen in Höhe von 154,60 Mio. € und liegen damit im Bereich der Unternehmens-Guidance. Für das kommende Geschäftsjahr 2022 unterstellen wir eine höhere Wachstumsdynamik in Höhe von 9,0 % und rechnen mit Umsätzen in Höhe von 168,52 Mio. €, die nur noch knapp unterhalb des Vor-Corona-Niveaus liegen. Hier spiegelt sich unsere Erwartung wider, wonach das kommende Geschäftsjahr weniger von der Pandemie betroffen sein sollte und sich damit die Investitionszurückhaltung auflösen dürfte. In 2023 sollte die CENIT AG in der Lage sein, mit erwarteten Umsätzen in Höhe von 183,68 Mio. € einen neuen Rekordwert zu erreichen.

Das von der CENIT AG für 2021 erwartete EBIT in Höhe von 4,9 Mio. € (EBIT-Marge: 3,2 %) entspricht zwar einer erwarteten überproportionalen Ergebnisentwicklung, hier sind jedoch auch Aufwendungen für interne IT-Projekte enthalten, womit die Basis für das künftige Wachstum gelegt werden soll. Diese Aufwendungen sollten im EIM-Segment sogar zu einem EBIT-Rückgang auf 1,0 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) führen, der aber von einem erwarteten EBIT-Anstieg im PLM-Segment auf 3,9 Mio. € (VJ: 1,98 Mio. €) aufgefangen würde. Grundsätzlich sollte eine Verschiebung des Umsatzmix hin zu margenstärkeren Eigensoftware-Umsätzen zur anvisierten Rentabilitätsverbesserung führen. Bereits im vergangenen Geschäftsjahr hat die CENIT AG die Zeit genutzt, um eigene Projekte voranzutreiben. So wurde die eigene Softwaresuite für die Digitale Fabrik (FASTSUITE E2) gelauncht und die eigene Integrationslösung, womit die Plattformen von Dassault Systèmes und SAP in die Cloud verknüpft werden, weiterentwickelt.

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



Quelle: GBC AG

Wir rechnen für 2021 mit einem EBIT-Anstieg auf 5,22 Mio. € und liegen damit leicht über der Unternehmens-Guidance. Einen sichtbaren Margensprung sollte die Gesellschaft ab dem Geschäftsjahr 2022 aufzeigen, einerseits bedingt durch Skaleneffekte, andererseits durch einen für die operative Ergebnisentwicklung günstigeren Umsatzmix.

Nachdem die CENIT AG zur Aufrechterhaltung der finanziellen Stabilität im Geschäftsjahr 2020 die Ausschüttung von Dividenden ausgesetzt hat, wird der diesjährigen Hauptversammlung eine Dividende in Höhe von 0,47 € je Aktie vorgeschlagen, was in etwa 50 % des Bilanzgewinns des Geschäftsjahres 2019 entspricht. Wir rechnen mit einer nachhaltigen Rückkehr zur gewohnten ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik.

Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 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 9,8% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 als neue Untergrenze seit dem 01. Januar 2021 0,25 % (bisher: 1,00 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,34.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,60 % (bisher: 8,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,60 % (bisher: 8,35 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 17,80 € (bisher: 16,40 €) ermittelt. Ein Faktor für die Kurszielanhebung ist die Reduktion des risikolosen Zinssatzes und damit einhergehend der gewichteten Kapitalkosten. Auf der anderen Seite haben wir erstmalig die höheren Umsatz- und Ergebnisschätzungen des Geschäftsjahres 2023 in die konkrete Schätzperiode einbezogen, die damit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres Modells darstellt.

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	9,8%	ewige EBITA - Marge	6,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	154,60	168,52	183,68	187,36	191,10	194,93	198,82	202,80	
US Veränderung	5,0%	9,0%	9,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,39	7,11	7,54	7,49	7,49	7,53	7,60	7,70	
EBITDA	11,12	16,09	17,92	18,28	18,65	19,02	19,40	19,79	
EBITDA-Marge	7,2%	9,6%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	
EBITA	5,22	10,19	11,58	11,94	12,14	12,38	12,67	12,99	
EBITA-Marge	3,4%	6,0%	6,3%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Steuern auf EBITA	-1,57	-3,06	-3,48	-3,58	-3,64	-3,71	-3,80	-3,90	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,65	7,14	8,11	8,36	8,50	8,67	8,87	9,09	
Kapitalrendite	14,7%	28,9%	32,6%	31,7%	31,4%	31,4%	31,7%	32,1%	32,3%
Working Capital (WC)	0,50	1,20	2,00	2,04	2,08	2,12	2,16	2,21	
WC zu Umsatz	0,3%	0,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Investitionen in WC	-0,43	-0,70	-0,80	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,20	23,70	24,36	25,03	25,52	25,88	26,15	26,35	
AFA auf OAV	-5,90	-5,90	-6,34	-6,34	-6,51	-6,64	-6,73	-6,80	
AFA zu OAV	24,4%	24,9%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	
Investitionen in OAV	-5,35	-5,40	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
Investiertes Kapital	24,70	24,90	26,36	27,07	27,60	28,00	28,31	28,55	
EBITDA	11,12	16,09	17,92	18,28	18,65	19,02	19,40	19,79	
Steuern auf EBITA	-1,57	-3,06	-3,48	-3,58	-3,64	-3,71	-3,80	-3,90	
Investitionen gesamt	-5,78	-6,10	-7,80	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04	-7,04	
Investitionen in OAV	-5,35	-5,40	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	-7,00	
Investitionen in WC	-0,43	-0,70	-0,80	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,78	6,94	6,65	7,66	7,96	8,26	8,56	8,85	154,61

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	133,43	136,63
Barwert expliziter FCFs	40,82	36,99
Barwert des Continuing Value	92,61	99,64
Nettoschulden (Net debt)	-16,20	-21,26
Wert des Eigenkapitals	149,63	157,89
Fremde Gewinnanteile	-0,69	-0,73
Wert des Aktienkapitals	148,93	157,16
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,80	18,78

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	7,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,4%
WACC	7,6%

Kapitalrendite	WACC					
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%	
12,3%	11,62	11,00	10,49	10,07	9,72	
22,3%	16,37	15,14	14,15	13,32	12,63	
32,3%	21,12	19,29	17,80	16,57	15,53	
42,3%	25,86	23,43	21,45	19,81	18,44	
52,3%	30,61	27,57	25,10	23,06	21,34	

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>

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>

§ 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>

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Stellv. 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