

Empfehlung: **Kaufen**

Kursziel: **20,00 Euro**

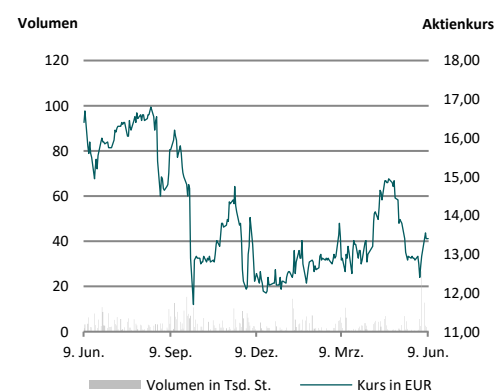
Kurspotenzial: **+49 Prozent**

Aktiendaten

Kurs (Schlusskurs Vortag)	13,40 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	8,37
Marktkap. (in Mio. Euro)	112,1
Enterprise Value (in Mio. Euro)	111,0
Ticker	CSH
ISIN	DE0005407100

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	17,00
52 Wochen-Tief (in Euro)	11,30
3 M relativ zum CDAX	+2,0%
6 M relativ zum CDAX	+1,3%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	56,0%
PRIMEPULSE SE	28,1%
Mainfirst	8,4%
LBBW Asset Management	4,0%
Otus Capital	3,2%
Vorstand & Aufsichtsrat	0,3%

Termine

H1 Bericht	1. August 2023
Q3 Bericht	2. November 2023

Prognoseanpassung

	2023e	2024e	2025e
Umsatz (alt)	180,3	188,4	196,8
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	9,2	11,6	15,0
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	0,63	0,83	1,11
Δ in %	-	-	-

Analyst

Christoph Hoffmann
 +49 40 41111 37 85
 c.hoffmann@montega.de

Publikation

Erststudie 12. Juni 2023

Ein Digitalisierungsspezialist auf dem Weg zum „CENIT“

Die CENIT AG ist ein IT- und Softwareunternehmen, das in den Bereichen Product Lifecycle Management (PLM) und Enterprise Information Management (EIM) tätig ist. Das Unternehmen agiert als einer der weltweit größten Value Added Reseller des PLM-Software-Marktführers Dassault Systèmes und bietet ebenfalls komplementäre eigene Softwarelösungen an.

Obwohl CENIT seine Kunden beim Übergang in das Zeitalter der Industrie 4.0 bzw. der Smart Factories begleitet und dementsprechend von starken langfristigen Wachstumstrends profitiert, fiel die Umsatz- und Gewinnentwicklung in der jüngeren Vergangenheit unterdurchschnittlich aus. Dies führen wir jedoch nicht auf fehlendes Know-how oder eine mangelhafte Leistungsqualität, sondern vielmehr auf eine unzureichende Kommerzialisierung zurück. Nach dem **Einstieg des Tech-Investors PRIMEPULSE** in 2020/21 wurde in 2022 die **Neubesetzung der beiden Vorstandspeditionen** abgeschlossen. Seit Mai 2023 ist PRIMEPULSE zudem im dreiköpfigen Aufsichtsrat vertreten. Das neue Top-Management um CEO Peter Schneck leitete zunächst eine umfangreiche Reorganisation mehrerer Geschäftsbereiche ein, die sich bereits in 2023 ergebniserhöhend auswirken dürfte. Neben Effizienz- bzw. Kostenmaßnahmen und Preiserhöhungen wurden strategische Schritte für die schwächelnden internationalen Töchter ergriffen sowie die **M&A-Aktivitäten** in den „gesunden“ Geschäftsbereichen spürbar **intensiviert**. Seit 2022 wurden mehrere hochprofitable Targets zu **attraktiven Multiples akquiriert**, die das Produktportfolio des Konzerns verstärken und ebenso das Risikoprofil des Unternehmens verbessern.

Aufgrund des **Rekordauftragsbestands i.H.v. 67,0 Mio. Euro** (+23,3% yoy) sowie der erfolgten Reduzierung der Mitarbeiterbasis gehen wir davon aus, dass CENIT seine diesjährige Guidance (Umsatz 175,0-180,0 Mio. Euro; EBIT 9,0-9,5 Mio. Euro) erreichen wird. Darüber hinaus erwarten wir infolge der skizzierten strategischen und operativen Initiativen bis 2025 ein organisches Erlöswachstum auf 196,8 Mio. Euro bei einer überproportionalen Steigerung des EBITs auf 15,0 Mio. Euro, sodass CENIT mit einer EBIT-Marge von 7,6% in 2025 zu seinem historischen Profitabilitätsniveau zurückfinden sollte.

Bewertungstechnisch notiert die Aktie derzeit nicht nur mit einem deutlichen Abschlag zu unserem DCF-basierten Kursziel, sondern ebenso zu der Bewertung der Peergroup. Das aktuelle Kursniveau stellt u.E. einen attraktiven Einstiegszeitpunkt dar, um von der prognostizierten Steigerung der **Free Cashflow-Yield** (nach Leasing) von 6,9% in 2023 auf **9,7% in 2025** zu profitieren. Da CENIT traditionell eine aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik verfolgt, dürften Investoren sich u.E. zudem in den nächsten Jahren über deutlich steigende Dividenden freuen.

Fazit: Aufgrund der erfolgreich voranschreitenden Reorganisation und M&A-Strategie sind wir davon überzeugt, dass CENIT in seiner jetzigen Aufstellung einen **attraktiven Turnaround-Case in einem strukturellen Wachstumsmarkt mit signifikantem Upside-Potenzial** darstellt. Wir nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 20,00 Euro in unsere Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	146,1	162,2	180,3	188,4	196,8
Veränderung yoy	2,8%	11,0%	11,2%	4,5%	4,5%
EBITDA	11,3	11,9	15,8	18,4	21,9
EBIT	6,2	6,3	9,2	11,6	15,0
Jahresüberschuss	4,3	6,3	5,3	7,0	9,3
Rohertagsmarge	53,0%	55,9%	59,4%	59,8%	60,1%
EBITDA-Marge	7,7%	7,4%	8,7%	9,8%	11,1%
EBIT-Marge	4,3%	3,9%	5,1%	6,2%	7,6%
Net Debt	-14,3	13,8	10,9	9,5	7,8
Net Debt/EBITDA	-1,3	1,2	0,7	0,5	0,4
ROCE	20,9%	14,3%	15,7%	20,2%	26,3%
EPS	0,51	0,75	0,63	0,83	1,11
FCF je Aktie	0,51	0,79	0,89	1,06	1,35
Dividende	0,75	0,50	0,75	1,00	1,25
Dividendenrendite	5,6%	3,7%	5,6%	7,5%	9,3%
EV/Umsatz	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	9,8	9,3	7,0	6,0	5,1
EV/EBIT	17,8	17,6	12,1	9,5	7,4
KGV	26,3	17,9	21,3	16,1	12,1
KBV	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 13,40

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
Nachhaltige Digitalisierung der Industrie birgt hohes Wachstumspotenzial in adressierten Zielmärkten	6
One Stop Shop als zentraler Wettbewerbsvorteil	9
Nachhaltige Beschleunigung des organischen Umsatzwachstums visibel	11
Rückkehr zu altem Profitabilitätsniveau: Deutliche Margenexpansion bis 2025	17
Grundsolide Bilanz schafft Opportunitäten für zukünftiges Wachstum	22
Attraktives Working Capital-Profil und geringer Investitionsbedarf führen zu steigenden Free Cashflows	23
M&A: Der Schlüssel zum Erreichen der Mittelfristziele	27
Newsflow dürfte maßgeblich von M&A-Aktivitäten geprägt sein	31
Organisches Umsatzwachstum und Rückkehr zu historischem Margenniveau nicht ausreichend in Bewertung reflektiert	31
Fazit	32
SWOT	33
Stärken	33
Schwächen	33
Chancen	33
Risiken	33
Bewertung	34
DCF-Modell	34
Peergroup-Vergleich	36
Unternehmenshintergrund	39
Key Facts	39
Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie	39
Organisationsstruktur	40
Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung	40
Absatzregionen und Kundenstruktur	43
M&A-Historie	43
Management	45
Aktionärsstruktur	45
Anhang	46
Disclaimer	50

INVESTMENT CASE

Die CENIT AG ist ein international tätiger Digitalisierungsspezialist rund um die Bereiche Product Lifecycle Management (PLM) und Enterprise Information Management (EIM). Als einer der weltweit größten Value Added Reseller des Softwareherstellers Dassault Systèmes bietet CENIT seinen Kunden im PLM-Bereich neben der Dassault-Software ganzheitliche Beratungsdienstleistungen, kundenspezifische Zusatzentwicklungen und die anschließende Applikationsbetreuung an. Darüber hinaus vertreibt das Unternehmen eigene Softwarelösungen, die beispielsweise die Verbindung der Dassault Systèmes- und SAP-Plattformen erlauben oder die digitale Planung von Fertigungsstraßen sowie Roboterprogrammierung ermöglichen.

Im Bereich EIM konzentriert sich CENIT auf die Dokumentenlogistik bzw. das Informationsmanagement und bietet u.a. die Software CENIT ECLISO an, die auf den Lösungen des langjährigen strategischen Partners IBM aufsetzt. Zudem unterstützt das Unternehmen seine Kunden beispielsweise mit umfangreichen Business Intelligence- und Predictive Analytics-Leistungen.

1) Segment Product Lifecycle Management (Umsatzanteil 2022: 83%)

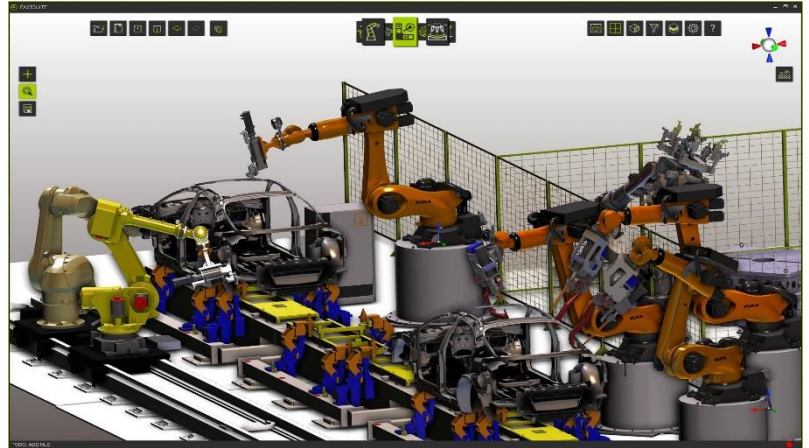
Ein PLM-System bildet das digitale Herz eines Industrieunternehmens und dient von der Produktentstehung über die Fertigung bis hin zum Recycling als zentrale Quelle für sämtliche produktbezogenen Daten. Daneben ermöglicht die Software das virtuelle Designen bzw. Konstruieren von Produkten, bevor diese physisch gebaut werden. Darüber hinaus können umfangreiche realitätsgetreue virtuelle Simulationen durchgeführt werden, um beispielsweise bestimmte Produkteigenschaften auch ohne den Bau physischer Prototypen zu testen.

Die Geschäftsaktivitäten im **PLM-Segment** untergliedert CENIT in die folgenden vier Bereiche:

- **3DS Solutions (Segmentanteil MONE: 75%):** Mit einem Umsatzvolumen von rund 100 Mio. Euro in 2022 stellt dieser Geschäftsbereich die umsatzstärkste Business Unit des Konzerns dar und bündelt sämtliche Leistungen rund um die Software des strategischen Partners Dassault Systèmes, dem Weltmarktführer im Bereich der 3D- und Product Lifecycle Management-Lösungen. Als Value Added Reseller hat sich CENIT als ganzheitlicher Digitalisierungspartner positioniert. Zu den Kunden CENITs zählen unter anderem BMW, Airbus, Mercedes Benz, MTU Aero Engines und Liebherr.
- **SAP-PLM (Segmentanteil MONE: 11%):** Neben dem Dassault-Geschäft verfügt CENIT über eine strategische Partnerschaft mit SAP und hat u.a. eine eigene Softwarelösung für die Verbindung der Plattform-Welten von Dassault Systèmes und SAP geschaffen. Durch die Verknüpfung der beiden Systeme und den permanenten Abgleich der Daten werden Inkonsistenzen und deren Ursachen unmittelbar ersichtlich, sodass eine Prozess- und Datenkontinuität der Systeme geschaffen wird. Da eine fehlerfreie hochqualitative Datenbasis als Voraussetzung einer modernen, (teil-)automatisierten Fabrik gilt und die adressierten Fertigungsunternehmen überwiegend mit dem ERP-System SAP arbeiten, stellen die SAP-PLM-Lösungen eine wichtige Ergänzung zum 3DS Solutions-Segment dar. Hierbei ist zu betonen, dass weder Dassault noch SAP vergleichbare Produkte anbieten. Vielmehr ist CENIT nach eigenen Angaben das weltweit einzige Unternehmen, das mit seinen Lösungen auf den Preislisten beider Softwarepartner vertreten ist. Neben der bloßen Software übernimmt CENIT für seine Kunden ebenso die Integration und Schulung der Mitarbeiter rund um die Softwarelösungen durch.
- **Digital Factory Solutions (Segmentanteil MONE: 8%):** Das Geschäftsfeld DFS umfasst die 3D-Simulationsplattform FASTSUITE und ganzheitliche Beratungsdienstleistungen rund um die eigene Software, welche die virtuelle Simulation von Fertigungsprozessen und Produktionssystemen (sogenannter digitaler Zwilling) sowie die herstellerunabhängige Offline-Programmierung von Industrierobotern ermöglicht. Dadurch können Unternehmen bereits vor dem physischen Bau der Produktionsanlagen unterschiedliche Anordnungen der Roboter testen, Kollisionen dergleichen im Voraus erkennen bzw. vermeiden sowie etwaige Fehler im

Fertigungsprozess durch die virtuelle Inbetriebnahme der gesamten Fabrikanlage identifizieren.

Benutzeroberfläche FASTSUITE



Quelle: Unternehmen

- **Digital Business Services (Segmentanteil MONE: 6%):** Da die hochkomplexe PLM-Software die B2B-Kunden auch nach der Implementierung und initialen Schulung weiter vor Herausforderungen stellt und IT-Ressourcen benötigt, bietet CENIT eine fortlaufende Betreuung an. Diese Application Managed Services (AMS) umfassen sowohl den Betrieb, die Wartung und die fachliche Unterstützung der Auftraggeber. Der größte Kunde im Bereich DBS ist Airbus, für den CENIT u.a. die weltweite Betreuung der PLM-Systeme als globaler AMS-Partner übernimmt.

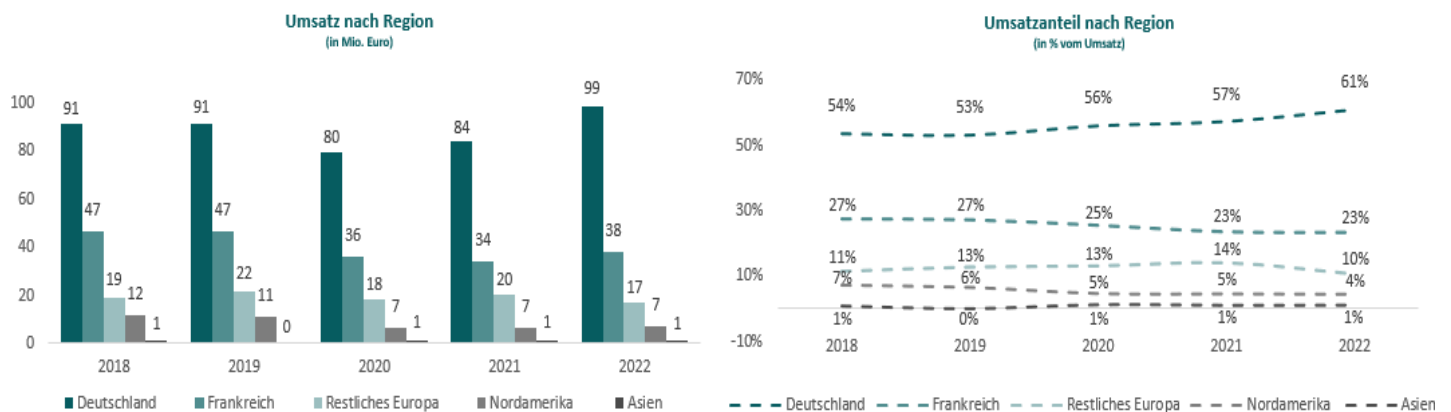
2) Segment Enterprise Information Management (Umsatzanteil 2022: 17%)

Das umsatztechnisch deutlich kleinere Segment Enterprise Information Management (EIM) bündelt die Aktivitäten rund um die Dokumentenlogistik und das Informationsmanagement. Grundsätzlich ermöglicht ein EIM-System die unternehmensweite, ganzheitliche Verwaltung von strukturierten bzw. unstrukturierten Informationen und ist dabei gänzlich unabhängig von Format, System, Autor oder Gerät. Diese Möglichkeit der zentralen Informationsbündelung gewinnt nicht nur angesichts stetig steigender Datenmengen an Bedeutung, sondern bildet ebenso die Grundlage für die anschließende systematische Analyse der Informationen (Business Intelligence). Als einer der führenden IBM-Partner Europas fokussiert sich CENIT hierbei insbesondere auf die Standardsoftware FileNet, auf der das Flagship-EIM-Produkt CENIT ECLISO basiert. Insgesamt wurden in 2022 etwa 30% der Segmenterlöse mit Softwarelizenzen und ca. 70% mit Service- und Beratungsdienstleistungen rund um das Dokumenten- und Prozessmanagement, die Kundenkommunikation sowie die Datenanalyse erwirtschaftet.

Regional betrachtet ist Deutschland mit einem Erlösanteil von 61% in 2022 der wichtigste Absatzmarkt CENITs und gewann in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung. Auch in 2023 ist mit einer Zunahme des deutschen Umsatzanteils zu rechnen, was insbesondere auf die Erstkonsolidierung der mip und der erstmals ganzjährigen Berücksichtigung der ISR-Umsätze (2022: 7 Monate) zurückzuführen ist.

Bei Analyse der internationalen Aktivitäten sticht insbesondere das starke Frankreich-Exposure hervor (23%), das nahezu gänzlich auf die Mitte 2017 getätigte Akquisition des französischen Wettbewerbers Keonys zurückzuführen ist. Weitere wesentliche Märkte stellen die Schweiz (5%) und Nordamerika (4%) dar, deren Bedeutung jedoch in den letzten Jahren abgenommen hat.

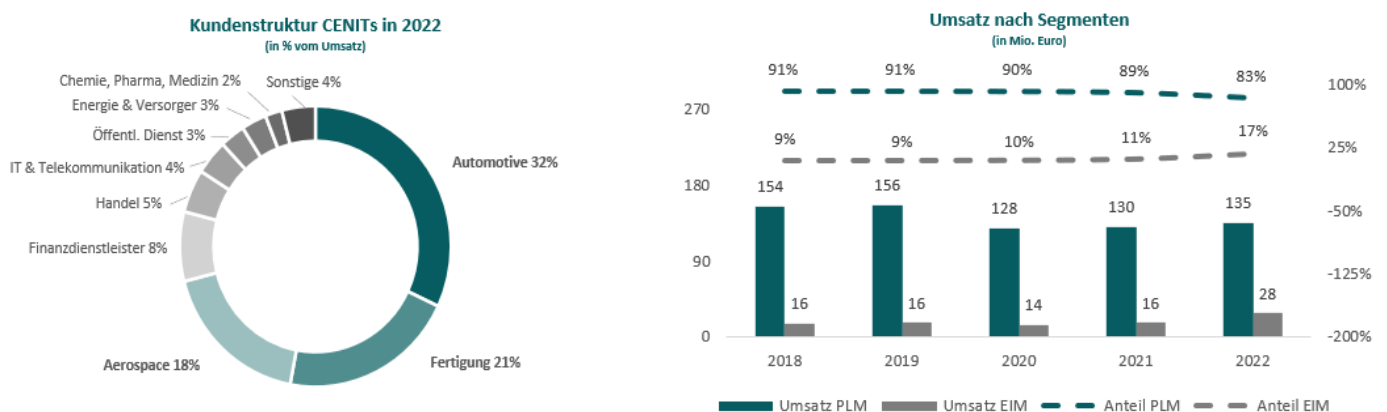
Regionale Umsatzverteilung der CENIT AG



Quelle: Unternehmen

Wie bereits beschrieben steuert das Segment PLM traditionell den weit überwiegenden Teil der Konzernerlöse bei, der seit 2018 bei rund 90% liegt. Zuletzt verschoben sich die umsatzseitigen Relationen jedoch infolge mehrerer Übernahmen zugunsten des EIM-Segments (Anteil 2022: 17%), sodass der PLM-Anteil in 2022 auf 83% fiel. In 2023 dürfte der Erlösanteil des PLM-Segments u.E. auf rund 80% fallen, da die Umsätze der akquirierten Unternehmen in 2022 noch nicht ganzjährig, sondern infolge des unterjährigen Akquisitionszeitpunkts, nur anteilig konsolidiert werden konnten.

Dementsprechend dominieren klassische Industrieunternehmen der Branchen Automotive, Aerospace und Fertigung die Kundenstruktur und stehen für insgesamt 71% der Umsätze. Die EIM-Lösungen CENITs finden dagegen vorzugsweise in der Finanzbranche, dem Handel oder bei Versorgern Anwendung.



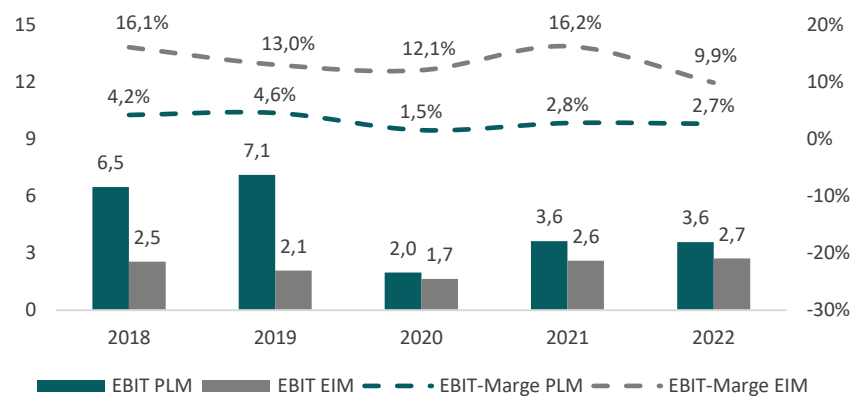
Quelle: Unternehmen

Entgegen des klaren umsatzseitigen Übergewichts des PLM-Bereichs hat sich der auf die Segmente entfallende EBIT-Beitrag in den letzten Jahren sukzessive zugunsten des kleineren EIM-Bereichs verschoben. Wie auf der nachstehenden Abbildung zu erkennen ist, schwächelte in der jüngeren Vergangenheit primär das PLM-Geschäft CENITs, während das EIM-Segment weiterhin zweistellige EBIT-Margen erwirtschaftete. Insgesamt ist jedoch festzustellen, dass auch das EIM-Segment im Jahr 2022 einen Ergebniseinbruch erfuhr. Dieser ist einerseits auf einen schlechteren Produktmix, ergebnismindernde PPA-Abschreibungen in Höhe von 0,6 Mio. Euro sowie Rechts- und Beratungskosten der ISR-Übernahme zurückzuführen.

Wie wir in den nachfolgenden Kapiteln detailliert darlegen werden, sind wir davon überzeugt, dass CENIT mittelfristig nicht nur das alte Profitabilitätsniveau bei einer höheren Umsatzbasis wiederherstellen, sondern vielmehr übertreffen wird.

Historische EBIT-Entwicklung nach Segmenten

(in Mio. Euro; EBIT-Marge in % vom Umsatz)



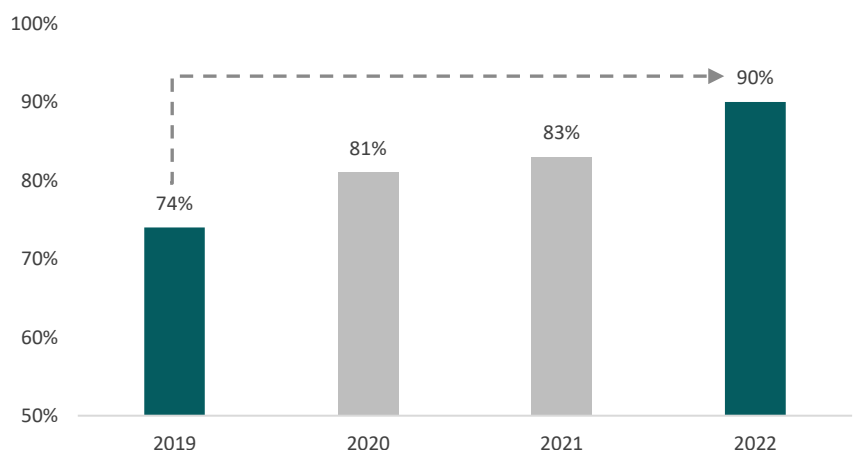
Quelle: Unternehmen

Nachhaltige Digitalisierung der Industrie birgt hohes Wachstumspotenzial in adressierten Zielmärkten

Im Segment PLM profitiert CENIT maßgeblich von der sich beschleunigenden Digitalisierung der fertigungsintensiven Industrie und dem zunehmenden Einsatz von Industrie 4.0-Anwendungen. Gemäß einer aktuellen Studie des deutschen Branchenverbands Bitkom stieg der Anteil der Unternehmen, die Industrie 4.0-Lösungen nutzen, seit 2019 von 74% auf 90% in 2022.

Nutzung von Industrie 4.0-Anwendungen

(Stand: September 2022, n=553)

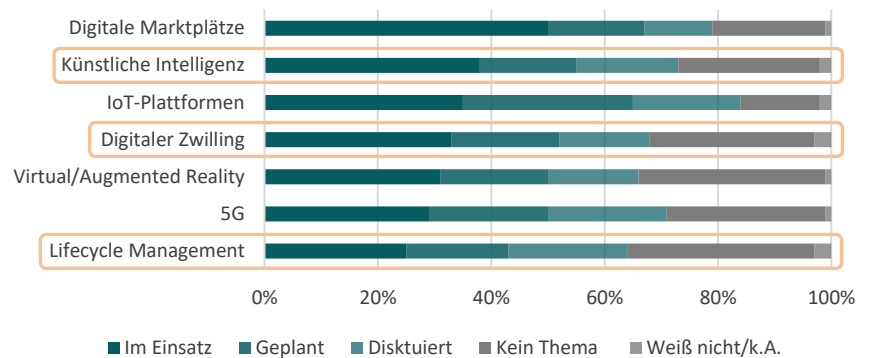


Quelle: Bitkom

Im Rahmen der Studie wurde ebenso erhoben, welche konkreten Anwendungen bereits genutzt und welche neuen Technologien zukünftig eingeführt werden sollen. Wie in der nachstehenden Abbildung dargestellt ist, verwenden derzeit lediglich 25% der Unternehmen PLM-Systeme, während 33% digitale Zwillinge verwenden und bereits 38% mit KI-Tools arbeiten. Besonders relevant ist hierbei das Bestreben von jeweils 35-40% der befragten Firmen, die drei oben genannten Technologien einzuführen, da CENIT als einer der führenden Anbieter maßgeblich von dieser Entwicklung profitieren sollte.

Anwendung verschiedener Technologien der Industrie 4.0

(Stand: Sep. 2022, n=553)

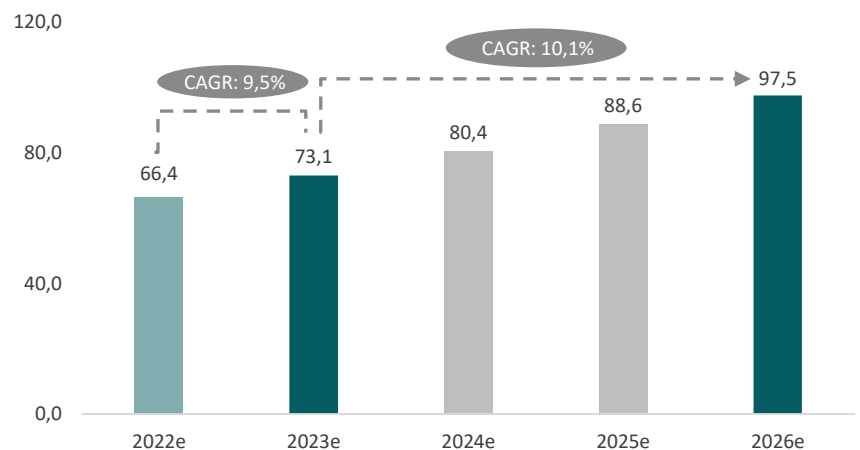


Quelle: Bitkom

Wie stark die globale Nachfrage beispielsweise nach PLM-Lösungen ist, zeigen Analysen des führenden PLM-Marktforschungs- und Beratungshauses CIMdata. Gemäß einer aktuellen Studie betrug das Marktvolumen in 2021 60,6 Mrd. US-Dollar und soll in 2023 bereits auf 73,1 Mrd. US-Dollar ansteigen. Bis 2026 prognostiziert das Analysehaus eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 10,1%, sodass sich der adressierbare Markt auf über 97,5 Mrd. US-Dollar belaufen soll.

Entwicklung des globalen PLM-Marktes

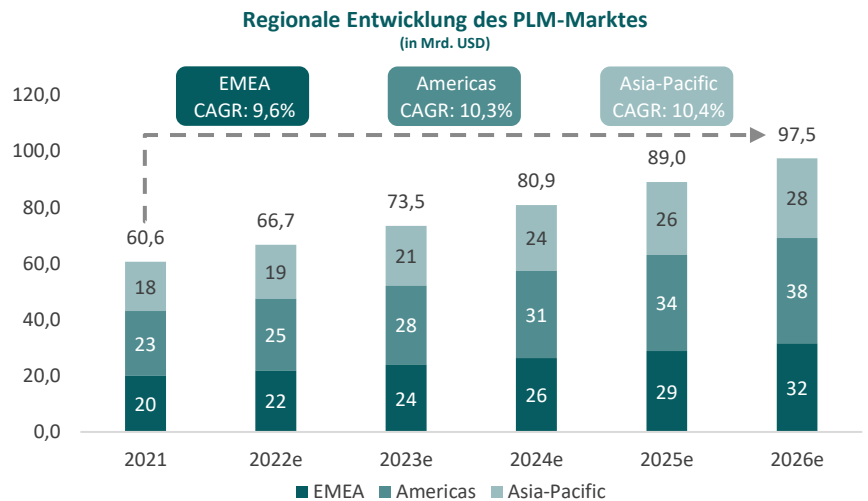
(in Mrd. USD)



Quelle: CIMdata

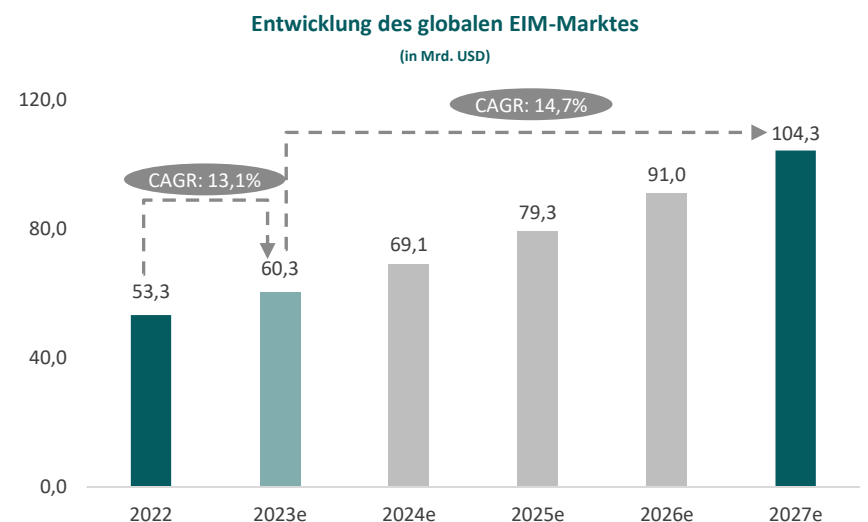
Hierbei ist hervorzuheben, dass die von CIMdata abgegebenen Prognosen in der Vergangenheit mehrmals übertroffen wurden. So veröffentlichte das Analysehaus beispielsweise in seiner jährlich erscheinenden PLM-Marktstudie in 2018 einen Forecast bis in das Jahr 2022, der eine CAGR von 6,9% im Zeitraum 2018 bis 2022 vorsah und damit ein Marktvolumen von 61,0 Mrd. US-Dollar für 2022 implizierte. Rückblickend wurde dieses Umsatzniveau bereits ein Jahr früher bei einer deutlich höheren CAGR von 8,5% (2018-2022) erreicht.

Da CENIT seine Umsätze gegenwärtig zu rund 95% in Europa erwirtschaftet, bietet sich eine tiefergehende Betrachtung der erwarteten Marktentwicklung in den einzelnen Regionen an. Im EMEA-Raum betrug das PLM-Marktvolumen in 2021 rund 20 Mrd. US-Dollar und stand für 33% des Weltmarktes. Die prognostizierte durchschnittliche Wachstumsrate von 9,6% p.a. bis 2026 liegt hierbei nur leicht unter der Rate der beiden übrigen Regionen (vgl. nachstehende Abbildung). Insgesamt bieten jedoch auch der amerikanische und der asiatische Raum ähnliche Wachstumschancen, von denen CENIT langfristig profitieren sollte.



Quelle: CIMdata

Auch im Segment EIM profitiert CENIT von starken strukturellen Nachfragetreibern wie den stetig steigenden Datenmengen und dem immer höheren Nutzen, der bei der Analyse und Verwendung dergleichen gewonnen werden kann. Gemäß einer Studie des Marktforschungsinstituts Persistence Market Research wird sich das Wachstum im Jahr 2023 auf 13,1% yoy belaufen und ein globales Marktvolumen von 60,3 Mrd. US-Dollar erreichen. In den nächsten Jahren erwartet Persistence eine weitere Beschleunigung der Dynamik und prognostiziert bis 2034 ein durchschnittliches Marktwachstum von 14,7% p.a., sodass der adressierbare Markt bei einer gleichbleibenden Wachstumsrate bereits in 2027 ein Volumen von über 100 Mrd. US-Dollar erreichen wird.



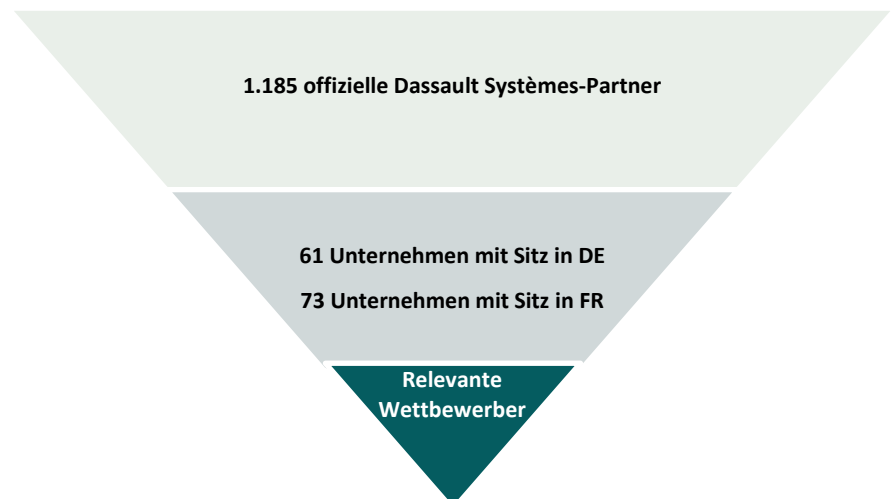
Quelle: Persistence Market Research

Neben dem skizzierten hohen Marktwachstum wird CENIT u.E. als einer der führenden europäischen IBM-Partner im Bereich EIM zusätzlich von einem **Strategiewechsel des amerikanischen Konzerns profitieren, der die Einstellung der Direktvertriebsaktivitäten**

vorsieht. Vor diesem Hintergrund halten wir die jüngst getätigten Zukäufe im EIM-Bereich für äußerst geschickt, da CENIT so nicht nur seine Kapazitäten ausbauen, sondern auch in die höchste Stufe des IBM-Partnerprogramms aufsteigen konnte. Dadurch wird CENIT u.E. von einer stärkeren Vertriebsunterstützung und einem bevorzugten Zugang zu den neu zu verteilenden Kunden profitieren.

One Stop Shop als zentraler Wettbewerbsvorteil

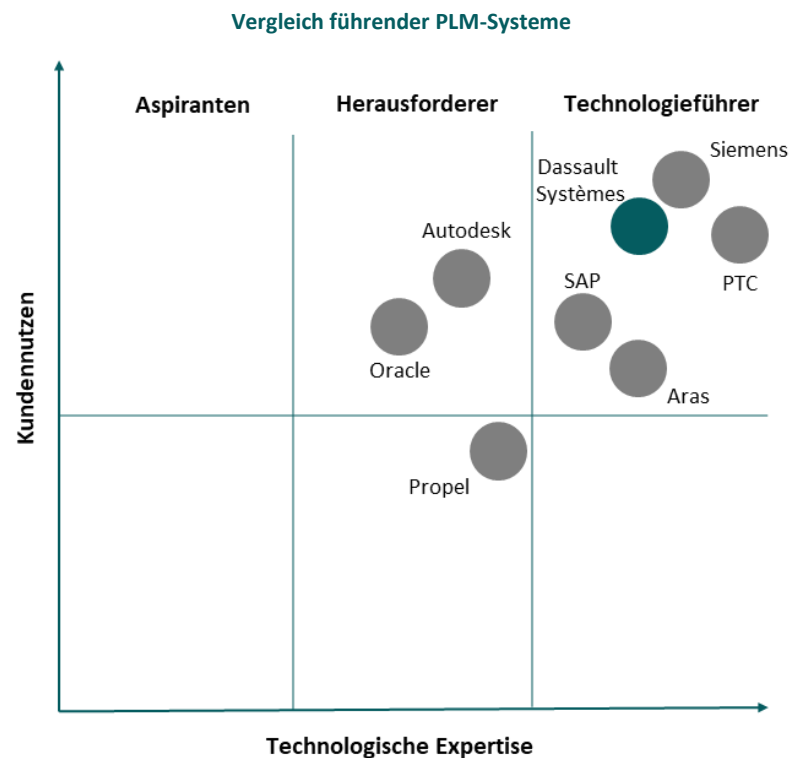
Die von CENIT adressierten Märkte zeichnen sich insgesamt durch eine hohe Wettbewerbsintensität aus. Im Segment PLM konkurriert CENIT in erster Linie mit anderen VARs, die in den betreffenden Regionen operieren. Aktuell arbeitet Dassault Systèmes weltweit mit über 1185 offiziellen Partnern zusammen, davon 61 mit Sitz in Deutschland und 73 in Frankreich, den wichtigsten Märkten CENITs. Exkludiert man die Wettbewerber, die lediglich als Education- bzw. Hardware-Partner fungieren, steht CENIT in Deutschland mit ca. 45 offiziell gelisteten Partnern im Wettbewerb, während wir in Frankreich rund 50 Konkurrenten identifizieren konnten. Tatsächlich decken jedoch die wenigsten Unternehmen die komplette Wertschöpfungskette ab (Planung, Integration, Reselling sowie eigene ergänzende Software).



Quelle: Dassault Systèmes, Montega

Zu den größten Konkurrenten, die ebenfalls mit einem ganzheitlichen Lösungsportfolio am Markt sind, gehören u.E. insbesondere TECHNIA und Visiativ. Beide Gesellschaften sind an der Börse notiert, wobei TECHNIA lediglich eine von mehreren Business Units des Konzerns Addnode darstellt.

Im weiteren Sinne steht CENIT jedoch nicht nur mit anderen Value Added Resellern der Dassault Systèmes-Produkte im Wettbewerb, sondern auch mit solchen, die die Software der Dassault-Konkurrenten PTC oder Siemens anbieten. Dementsprechend ist der Geschäftserfolg der CENIT AG eng mit dem des Dassault-Konzerns verknüpft, sodass wir im Folgenden auf eine von Quadrant Knowledge Solutions in Q4 2022 veröffentlichte Wettbewerbsanalyse der PLM-Anbieter verweisen. Diese zeigt, dass die Lösungen von Dassault Systèmes, gemessen am Kundennutzen und der technologischen Expertise, zu den drei besten der Welt zählen. Die hervorragende Qualität der Produkte wird u.E. auch durch den hohen Marktanteil unterstrichen, der nach Angaben von Dassault Systèmes bei über 30% liegt.



Quelle: Quadrant Knowledge Solutions, Montega

Im Bereich der Digital Factory Solutions konkurriert CENIT lediglich mit etwa einem Dutzend anderer Hersteller. Nach Unternehmensangaben stellen Delfoi, Siemens und OCTOPUZ die größten Konkurrenten im Bereich der Offline-Programmierung dar, wobei u.E. auch KUKA, Dassault Systèmes („DELMIA“) und RoboDK vergleichbare Software anbieten.

Im EIM-Segment lässt sich ein für den IT-Markt typisches, fragmentiertes Wettbewerbsumfeld vorfinden, das sich aus zahlreichen anderen IBM- und VAR-Partnern alternativer EIM-Software zusammensetzt. Zu Letzteren zählen wir insbesondere die Partner der Lösungen von OpenText, Oracle, SAP, OTSI und EMC (Dell).

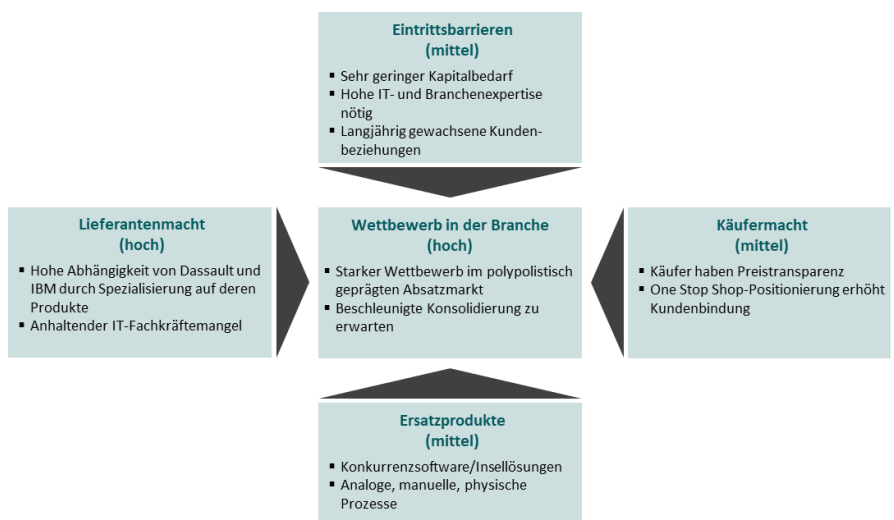
Insgesamt sehen wir folgende Wettbewerbsvorteile des CENIT-Konzerns:

- **Skalenvorteile durch bessere Einkaufskonditionen:** Diese sollten sich insbesondere gegenüber kleineren Wettbewerbern einstellen, die über keine vergleichbaren Konditionen beim Bezug der Fremdsoftware verfügen. In der Folge dürfte CENIT Kundenprojekte zu wesentlich günstigeren Konditionen umsetzen können. Gegenüber großen Wettbewerbern wie der TECHNIA oder Visiativ dürfte dagegen kein Einkaufsvorteil bestehen.
- **Langjährige Kundenbeziehungen und Status als „Trusted Advisor“:** Da es sich bei einem PLM-System um einen der wichtigsten Softwarebestandteile eines Industrieunternehmens handelt, ist Vertrauen und eine hohe Expertise des IT-Partners unabdinglich. U.E. verfügt CENIT in seinen europäischen Kernmärkten als einer der größten VARs mit seiner 35-jährigen Erfahrung nicht nur über einen sehr großen Kundenstamm (> 6.000) und historisch gewachsene Kundenbeziehungen, sondern ebenso über eine ausgewiesene Expertise (u.a. in den Fokusbranchen Automotive, Aerospace und Fertigung). Darüber hinaus dürfte auch die Börsennotierung von vielen Kunden in puncto Transparenz und Kreditibilität positiv wahrgenommen werden.
- **Positionierung als One Stop Shop:** CENIT verfügt u.E. über eine der breitesten Produktpaletten im Bereich PLM. Neben den klassischen VAR-Dienstleistungen bietet das Unternehmen eine performante Verbindung des PLM- und ERP-Systems und mit FASTSUITE die Möglichkeit der digitalen Simulation von Fertigungsprozessen sowie herstellerunabhängigen Offline-Programmierung von Robotern. Dementsprechend kann CENIT seine Kunden bei der nachhaltigen Digitalisierung deutlich tiefergehender unterstützen als ein reiner Value Added Reseller von PLM-Software.

- **FASTSUITE: Hersteller- und größenunabhängiger Einsatz:** Im Bereich Digital Factory Solutions hat sich CENIT zu einem der führenden Anbieter von Offline-Programmierungssoftware für Industrieroboter entwickelt. Während deutlich größere Wettbewerber wie Dassault oder Siemens zunächst überlegen wirken, ist CENIT durch die höhere Skalierbarkeit seiner Software vor allem bei mittelständischen Unternehmen in einer vielversprechenden Wettbewerbsposition. Für diese eignet sich die Einführung der Konkurrenzsoftware aufgrund mangelnder Produktionsgröße (zu geringe Roboteranzahl) oftmals nicht, da die teuren Produkte für deutlich größere Unternehmen ausgelegt sind. Mit einem durchschnittlichen Auftragsvolumen im niedrigen sechsstelligen Bereich bedient CENIT somit auch kleinere Unternehmen, während die Konkurrenzsoftware teilweise erst ab einem Vielfachen dieses Investitionsvolumens einsetzbar ist. Gleichwohl kann FASTSUITE auch ohne Weiteres bei großen Kunden (z.B. bei Mercedes Benz in Anwendung) eingesetzt werden. Auch die gänzliche Herstellerunabhängigkeit und die Unterstützung aller namhaften Roboterhersteller sehen wir als Wettbewerbsvorteil, da Unternehmen in der Regel eine Reihe verschiedener Robotermarken in ihrer Produktion einsetzen.

Aufgrund der skizzierten Wettbewerbsvorteile sehen wir CENIT insgesamt in einer aussichtsreichen Wettbewerbsposition, die die Basis für die von uns erwartete dynamische Entwicklung in strukturell wachsenden Märkten bildet.

Wettbewerbsposition von CENIT



Quelle: Montega

Nachhaltige Beschleunigung des organischen Umsatzwachstums visibel

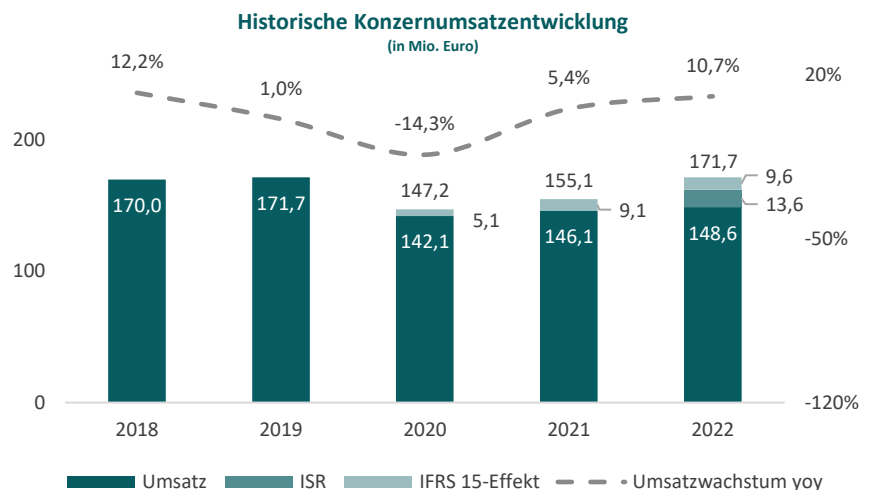
Im Folgenden analysieren wir zunächst die historische Umsatzentwicklung anhand der verschiedenen Leistungsarten und Regionen, um darauf aufbauend unsere mittelfristige Top Line-Planung und deren Annahmen darzulegen.

Insgesamt ist die Erlösentwicklung CENITs in den letzten fünf Jahren signifikant von den Auswirkungen der Coronakrise geprägt. Während der Umsatz 2018 und 2019 infolge der Mitte 2017 getätigten Keonys-Übernahme mit rund 170 Mio. Euro auf Rekordniveau lag, verzeichnete CENIT in 2020 einen Erlösrückgang um 14,3% yoy, was primär auf geringere IT-Budgets und die Verschiebung von Digitalisierungsprojekten der wichtigsten Kundenbranchen Aerospace, Automotive und Fertigung (ca. 71% Umsatzanteil) zurückzuführen war, die überproportional unter der Krise litten.

Darüber hinaus wirkte sich eine in 2021 initial angewandte neue Bilanzierungspraxis (IFRS 15) negativ aus, die die Behandlung von Software-Lizenzumsätzen von Resellern regelt und den Umsatz um 5 bis 10 Mio. Euro p.a. minderte. Konkret betrifft diese Regelung die Einstufung von Value Added Resellern als Agent (Nettoausweis der betreffenden Umsätze) oder Prinzipal (Bruttoausweis der betr. Umsätze). Die Klassifizierung muss grundsätzlich für

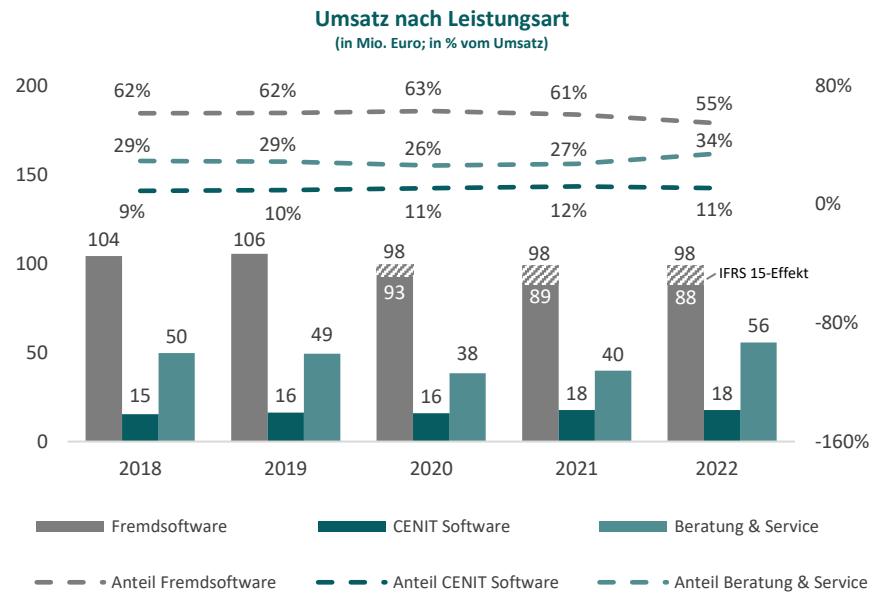
jeden Geschäftsvorgang einzeln erfolgen und hängt von der Verfügungsgewalt ab. Überträgt beispielsweise ein Softwareanbieter wie Dassault die Verfügungsgewalt über ein Produkt nicht eindeutig auf CENIT, muss ein Nettoausweis (Sicht des Agenten) der Umsätze aus dem Weiterverkauf der Lizenzen erfolgen, was insgesamt zu einer geringeren Umsatzbasis führt. Da sich die Materialaufwendungen um exakt den gleichen Betrag verringern wie der Umsatz, ergeben sich aus dieser Regelung insgesamt **keine nominalen Effekte auf den Rohertrag oder sonstige nachgelagerte Bottom Line-KPIs**, dafür jedoch eine leichte Verbesserung der Margen.

In der nachstehenden Grafik sind die Auswirkungen der neuen Bilanzierungspraxis, die berichteten Umsätze und der anorganische Beitrag der 2022 vollzogenen ISR-Übernahme dargestellt. Das angegebene Umsatzwachstum bezieht sich aus Gründen der Vergleichbarkeit auf den Umsatz gemäß alter Bilanzierungspraxis und entspricht mit Ausnahme der 2018er- und 2022er-Rate dem organischen Umsatzwachstum. Dieses betrug in 2018 -4,4% yoy bzw. +1,7% yoy in 2022. Somit hat CENIT in 2022 sein erlösseitiges Vorkrisenniveau noch nicht gänzlich wieder erreicht. An dieser Stelle sei jedoch darauf hingewiesen, dass die Top Line-Entwicklung aufgrund der unterschiedlichen Margenniveaus der angebotenen Produkte u.E. grundsätzlich nur eine eingeschränkte Aussagekraft in Bezug auf die operative Entwicklung des Unternehmens besitzt.

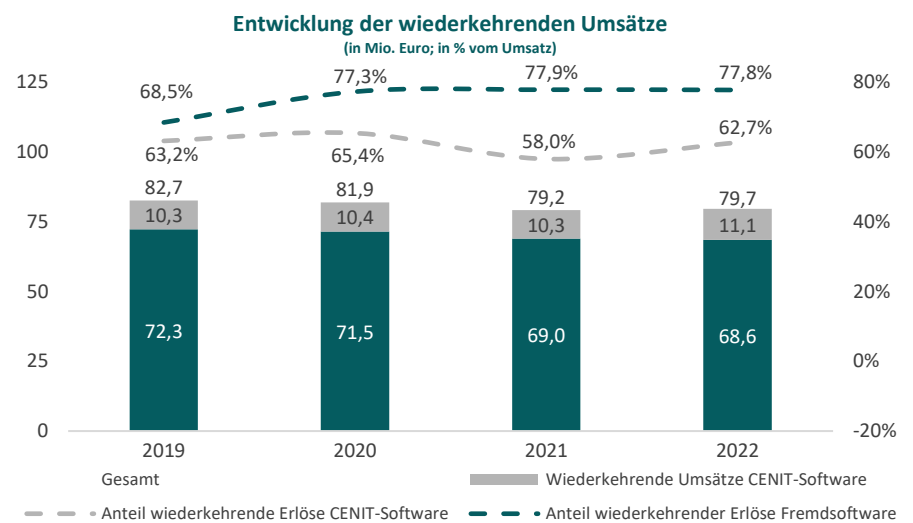


Quelle: Unternehmen

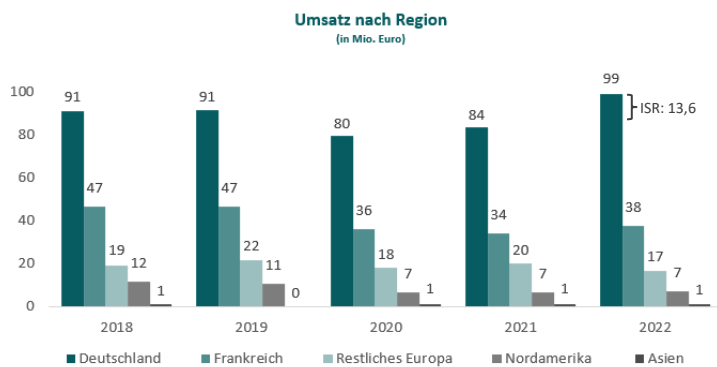
Aus diesem Grund ist die Betrachtung der Umsatzentwicklung auf Ebene der verschiedenen Leistungsarten sinnvoll. Hierbei ist zu erkennen, dass das Geschäft mit eigenen Softwarelösungen wie FASTSUITE, cenitCONNECT oder ECLISO seit Jahren leicht steigt (CAGR 2018-2022: 3,5%) und äußerst krisenresilient war. Der Absatz von Fremdsoftware (überwiegend Dassault-Produkte) ist im Geschäftsjahr 2020 unter Bereinigung der oben beschriebenen Rechnungslegungseffekte lediglich unterproportional um 7,6% gesunken und stagniert seitdem auf bereinigter Basis auf einem Umsatzniveau von 97,6 bzw. 97,7 Mio. Euro. Die stärksten Einbußen verzeichneten die Beratungserlöse, die während dem Coronajahr 2020 um 22,2% yoy zurückgingen. Nach einem moderaten Wachstum in 2021 (+3,8% yoy) konnten diese in 2022, u.a. getrieben durch die Übernahme der ISR (konsolidierter Umsatz 2022: 13,6 Mio. Euro), um 39,9% yoy gesteigert werden. Wir gehen davon aus, dass die Umsätze der ISR nahezu gänzlich dem Bereich Beratung & Service zugeschrieben werden können, sodass in diesem auf organischer Ebene ein Wachstum von ca. 5,8% yoy auf 42,1 Mio. Euro erzielt wurde.



Ursächlich für die vergleichsweise stabile Entwicklung der Softwareumsätze ist der hohe Anteil wiederkehrender Erlöse, der bei der Fremdsysteme in 2022 77,8% und bei der CENIT-Software zuletzt einen Umsatzanteil von 62,7% ausmachte.



Wie bereits auf Seite 5 dargestellt, haben sich in den letzten Jahren weniger die deutschen, sondern vielmehr die internationalen PLM-Aktivitäten des CENIT-Konzerns umsatztechnisch unterdurchschnittlich entwickelt. Nachstehend haben wir die Erlöse der einzelnen Länder in den Jahren 2019 und 2022 dargestellt, wobei wir die Umsätze der ISR gänzlich der Region Deutschland zugerechnet haben. Zwar können wir die IFRS 15-Effekte auf Länderebene nicht dezidiert bereinigen, sehen jedoch insbesondere in den umsatzstarken Märkten Frankreich, Schweiz und Nordamerika auch in 2022 noch deutlich zweistellige Umsatzeinbußen im Gegensatz zum Vorkrisenniveau.



Quelle: Unternehmen, Montega

Umsatz/Jahr	2019	2022	Veränderung
Deutschland*	91,4	85,3	-6,7%
Frankreich	46,6	37,7	-19,0%
Schweiz	11,6	7,6	-34,0%
Nordamerika	10,9	7,2	-34,4%
Belgien	4,5	3,8	-14,5%
Rumänien	2,8	2,6	-4,3%
Niederlande	2,7	2,8	3,8%
Japan	1,3	1,2	-6,2%
China	0,0	0,3	n.a.

Quelle: Unternehmen; * ohne Umsätze der ISR
Angaben in Mio. Euro

Vor diesem Hintergrund erachten wir den im November 2022 durchgeführten Managementwechsel in der Schweiz, das intensiviertere Monitoring der nordamerikanischen Aktivitäten sowie die Berufung von Frau Mazé in den Vorstand für überaus sinnvoll, da die gebürtige Französin nicht nur mit Keonys, sondern auch mit dem französischen Markt bestens vertraut ist. Im Rahmen des jüngsten Earnings Calls wies der Vorstand darauf hin, dass sich auch der Auftragseingang in Frankreich im ersten Quartal 2023 deutlich positiv entwickelt hat, was wir als **klaren Beleg für den sich abzeichnenden Turnaround** werten.

Darüber hinaus sehen wir mehrere weitere Maßnahmen, die aus unserer Sicht die Basis für eine **nachhaltige Beschleunigung des organischen Umsatzwachstums** bilden:

- **Änderung der Incentivierung:** Während die variable Vergütung der Mitarbeiter (insbesondere auch der Vertriebler) in der Vergangenheit äußerst Business Unit-orientiert war, führte das neue Management die zentrale KPI „Business Quality Ratio“ ein, anhand derer sich die variable Vergütung seit 2022 bemisst. Diese berücksichtigt die EBIT-Marge und das Umsatzwachstum, wobei die Performance des Gesamtkonzerns und der Business Unit des Mitarbeiters zu jeweils gleichen Teilen in die Berechnung einfließen. Da die **Mitarbeiter zukünftig unmittelbar vom Cross Selling profitieren**, gehen wir davon aus, dass die abteilungsübergreifende Zusammenarbeit und letztlich auch das Umsatzwachstum spürbar zunehmen werden.
- **Reorganisation des Marketings und Bildung von Business Acceleration Teams:** In der Vergangenheit konzentrierten sich die Marketingaktivitäten CENITs primär auf Messen und andere analoge Aktivitäten. Im Rahmen einer umfassenden Reorganisation fokussiert sich das Marketing nun vermehrt auf die digitale Gewinnung von Leads. Ebenso wurde die stärkere Verzahnung von Marketing und Vertrieb initiiert und neue (quantitative) Erfolgsmaße für den Marketingbereich festgelegt. Mit der Bildung von Business Acceleration Teams, die getreu ihrem Namen für die Kundengewinnung verantwortlich sind, werden jedoch nicht nur Neukunden, sondern ebenso aussichtsreiche Bestandskunden identifiziert, bei denen besonders hohes Cross Selling-Potenzial besteht.
- **Einführung von Leistungs-KPIs (u.a. Utilisation Rate):** Da CENIT einen Großteil seiner Erlöse mit Beratungs- und Servicedienstleistungen erwirtschaftet, ist das Monitoring der individuellen Mitarbeiterauslastung u.E. einer der erfolgskritischsten Faktoren, um Aufträge effizient zu bearbeiten und eine etwaige individuelle Unterauslastung von Mitarbeitern zu erkennen. Mit der Einführung des zentralen KPIs „Utilisation Rate“ sollte eine spürbare Optimierung der Beratungs- und Servicekapazitäten möglich sein, womit die Grundlage für zukünftiges Umsatzwachstum der Beratungserlöse gelegt wurde.
- **Reorganisation des Servicebereichs:** Da sich CENIT beispielsweise im Bereich Digital Business Solutions einer sehr hohen Nachfrage gegenüber sieht, die mit den aktuellen personellen Ressourcen der Business Unit nicht vollumfänglich bedient werden kann, nimmt das Management derzeit eine Reorganisation des Servicebereichs vor. Hierbei liegt der Fokus u.a. auf dem Wechsel zu einer Matrixorganisation, wodurch die Führungskräfte der Business Units auf Mitarbeiter aus anderen Geschäftsbereichen

zugreifen können, um Leistungsspitzen abzufangen und weitgehend auf den Einsatz von externen Mitarbeitern verzichten zu können. Insgesamt gehen wir jedoch nicht nur von ergebnis-, sondern auch umsatzseitigen Effekten aus, da Auslastungen besser gesteuert und letztlich auch mehr Aufträge angenommen werden können.

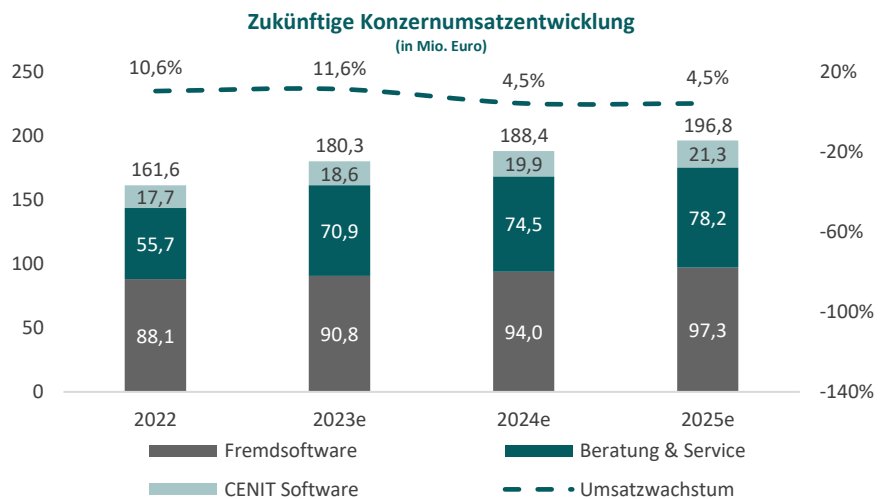
- **Einführung von Preiserhöhungen und Preisgleitklauseln:** Nach Unternehmensangaben wurden Preiserhöhungen in der Vergangenheit nur äußerst zaghaft durchgeführt und Verträge grundsätzlich nicht mit Preisgleitklauseln ausgestattet. Wir gehen davon aus, dass die Tagessätze der Berater in 2022 um einen mittleren einstelligen Prozentsatz gesteigert wurden, um die Lohnerhöhungen vollumfänglich zu kompensieren. Darüber hinaus hat das Unternehmen seine Verträge mit Preisgleitklauseln ausgestattet, wodurch sich die Umsatzbasis nachhaltig erhöhen sollte. Auch die Preise der CENIT-Software wurden erhöht. Nach Unternehmensangaben werden zukünftig jährliche Preisanpassungen in allen Bereichen vorgenommen, die sich u.a. an der Inflationsentwicklung bzw. der Entwicklung des Lohnniveaus orientieren.
- **Schaffung zusätzlicher Cross Selling-Potenziale durch M&A:** Wie wir bereits im Wettbewerbskapitel ausgeführt haben, sehen wir den großen Kundenstamm in Verbindung mit dem einzigartigen Lösungsportfolio der CENIT als zentralen Wettbewerbsvorteil. Diese Stärke wird sich u.E. durch gezielte Übernahmen von Technologien und Kundenstämmen doppelt ausspielen. So zeigt beispielsweise die Akquisition der KI-Plattform Buildsimple das hohe organische Umsatzpotenzial, das durch den Verkauf komplementärer Lösungen an bestehende Kunden gehoben werden kann. Gleichwohl dürfte CENIT in der Lage sein, seine bestehenden Produkte vermehrt an die Kunden der akquirierten Unternehmen zu verkaufen. Hierbei begrüßen wir die Äußerungen des Managements, gemäß derer dem Grad der Überschneidung der Kundenstämme im Due Diligence-Prozess eine zentrale Bedeutung zukommt. So soll diese bei den letzten Akquisitionen bei <1% gelegen haben.

Auf Basis der aufgezeigten Maßnahmen rechnen wir bis 2025 mit den folgenden Erlösentwicklungen:

- **Fremdsoftware:** Aufgrund der unterdurchschnittlichen Margen und der eingeschränkten Verhandlungsmacht gegenüber Dassault Systèmes, gehen wir davon aus, dass das Geschäft mit Fremdsoftware in den nächsten Jahren weniger stark im Fokus der Wachstumsinitiativen stehen wird. Vielmehr sehen wir das **klassische Dassault-Reselling-Geschäft zukünftig als Einstiegs- bzw. Basisleistung**, auf deren Grundlage anschließend höhermargige Produkte und Services verkauft werden sollen. Infolge der spürbar gestiegenen Profitabilitätsfokussierung des Managements wird CENIT u.E. margenschwache oder gar unprofitable Geschäfte zulasten des Umsatzes nicht mehr abschließen, sofern nicht weitere höhermargige Aufträge für andere Business Units davon abhängen. Dementsprechend planen wir im Bereich der Fremdsoftware in 2023 mit einem Wachstum von 3,0% yoy und in 2024 bzw. 2025 mit einem nachhaltigen organischen Wachstum von 3,5% p.a.
- **CENIT-Software:** Zu den wichtigsten eigenen Softwareangeboten zählen die SAP-PLM-Produkte, FASTSUITE sowie die EIM-Lösungen ECLISO und Buildsimple. Nachdem die Erlöse in den Jahren 2018 bis 2022 um durchschnittlich 3,5% pro Jahr gewachsen sind, rechnen wir in 2023 mit einer Steigerung von 5,0% yoy und ab 2024 mit 7,0% p.a., da wir nicht nur von den Produkten selbst, sondern auch von den **visiblen Cross Selling-Potenzialen der hochgradig komplementären und technologisch führenden Lösungen überzeugt sind**. Zu der ab 2024 beschleunigten Dynamik sollte u.E. auch der Managementwechsel im Segment DFS und die derzeitige Reorganisation der Business Unit (MONE: Abschluss Ende 2023) beitragen. Da die Produkte hohe Grenz margins erzielen und der große, passgenaue Kundenstamm des Konzerns u.E. erst eine geringe Penetration aufweisen dürfte, gehen wir davon aus, dass der Fokus des Managements ebenso auf der überproportionalen Steigerung der Eigensoftware-Erlöse liegt. Darüber hinaus sollten sich die eingangs skizzierten Maßnahmen deutlich positiv auf den Umsatz auswirken.

- **Beratung & Service:** Das Beratungsgeschäft ist naturgemäß zu einem hohen Grad vom Absatz der Fremd- und Eigensoftware abhängig, da bei einem Softwarekauf grundsätzlich Dienstleistungen wie eine Implementierung, Schulung, Upgrades oder Ähnliches anfallen. Da die jüngsten Übernahmen (ISR, mip) ihre Erlöse nahezu ausschließlich mit Beratungs- und Servicedienstleistungen erzielen, erwarten wir in 2023 zunächst einen starken anorganischen Anstieg (rd. 13 Mio. Euro) sowie ein organisches Wachstum von 4% yoy, das auch von der durchgeführten Erhöhung der Tagessätze getrieben wird. In den beiden Folgejahren planen wir jeweils mit einer Steigerung von 5% yoy. So sind wir davon überzeugt, dass nicht nur der gesteigerte Softwareverkauf, sondern beispielsweise auch der Wechsel in die Cloud vieler Bestandskunden zu einem zusätzlichen bzw. vermehrten Beratungsbedarf führen wird. Außerdem gehen wir davon aus, dass CENIT seine Tagessätze auch zukünftig in regelmäßigen Abständen anheben wird, was sich ebenfalls positiv auf den Umsatz auswirken sollte.

Insgesamt ergibt sich auf Basis der zuvor skizzierten Annahmen die in der nachfolgenden Abbildung dargestellte Umsatzentwicklung.



Quelle: Unternehmen, Montega

Somit positionieren wir uns marginal über der 2023er-Guidance des Unternehmens, die für das laufende Jahr Umsatzerlöse von 175,0 bis 180,0 Mio. Euro vorsieht. Da wir durch die Übernahme der mip im Januar 2023 (Umsatz 2022 ca. 3,5 Mio. Euro; Konsolidierung ab Februar 2023) und durch den Roll-over-Effekt der nur sieben Monate konsolidierten ISR eine anorganische Steigerung um über 13 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahr (Umsatz 2022: 161,6 Mio. Euro) erwarten, erscheint uns dies realistisch. Hierbei stimmen uns auch die starken Q1-Zahlen (Erlöse: 43,4 Mio. Euro; +22,7% yoy) optimistisch, die laut Vorstand ein organisches Umsatzwachstum von über 4% yoy implizieren. Ein weiteres positives Signal sehen wir im jüngst berichteten **Auftragsbestand, der mit 67,0 Mio. Euro 23,3% über dem Vorjahreswert lag.**

Guidance für die Umsatzerwartung in 2023
(in Mio. Euro)

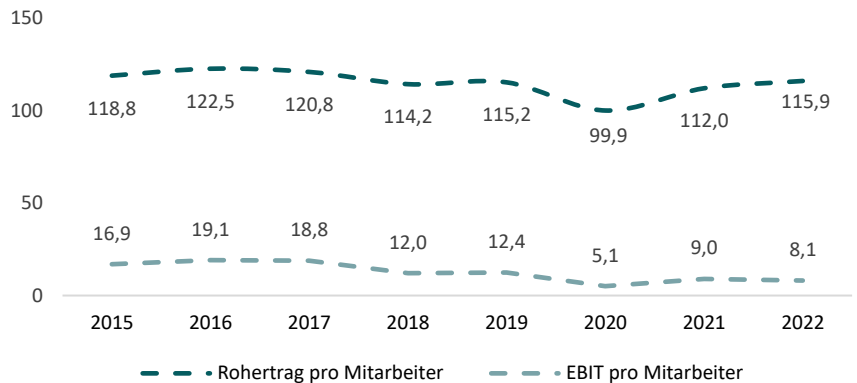
Segment	Umsatz 2022	Guidance 2023	Umsatz Q1 2023	Umsatz Q1 2022	Implizierter Q2-Q4 Umsatz
PLM	134,5	> 140,0 (> +4,1%)	34,1	32,2	105,9
EIM	27,6	> 35,0 (> +26,8%)	9,3	3,3	25,7
Konzern	162,2	175,0 – 180,0	43,4	35,4	118,8

Quelle: Unternehmen

Rückkehr zu altem Profitabilitätsniveau: Deutliche Margenexpansion bis 2025

Analog der aufgezeigten, corona-geprägten Umsatzentwicklung musste CENIT auch ergebnisseitige Einbußen hinnehmen. Aufgrund der hohen Fixkostenbasis (überwiegend Personalkosten), verringerte sich das EBIT ab 2020 primär infolge der deutlich gesunkenen Beratungserlöse. Wie wichtig die Auslastung der Personalbasis für die Gewinnentwicklung CENITs ist, zeigt sich auch in der nachfolgenden Abbildung, die den Rohertrag sowie das EBIT pro Mitarbeiter im Zeitverlauf darstellt.

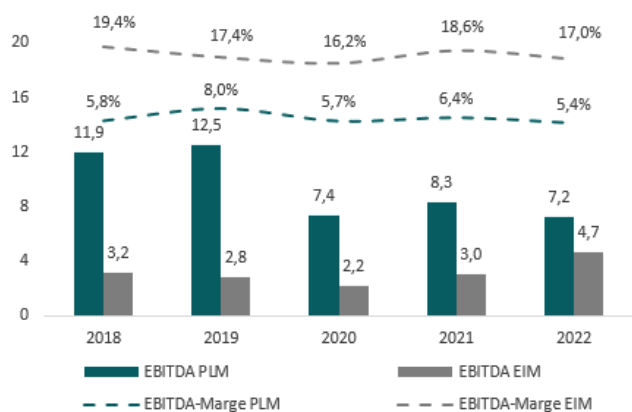
Effizienz-KPIs der CENIT AG
(in Tsd. Euro)



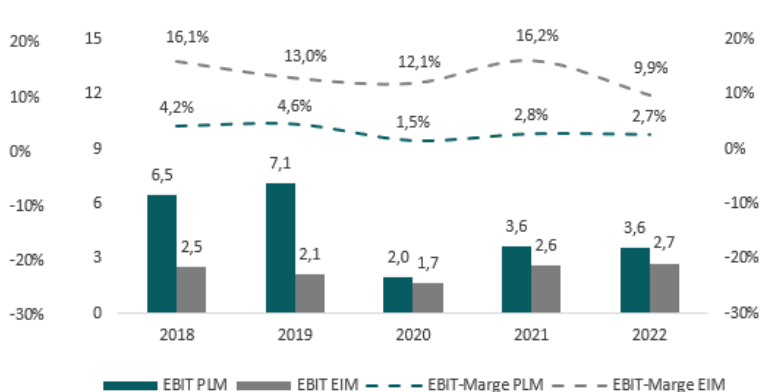
Quelle: Unternehmen

Deutlich zu erkennen ist der zweistufige Effizienzzrückgang in den Jahren 2018 und 2020, der bislang nur partiell aufgeholt werden konnte. Dass die Mitarbeitereffizienz und das EBIT trotz anziehender Umsätze und dem Managementwechsel auch in 2022 auf geringem Niveau (EBIT 2022: 6,3 Mio. Euro ggü. 6,2 Mio. Euro in 2021) lagen, ist einerseits auf Restrukturierungskosten (MONE: 2,0 Mio. Euro) und andererseits auf sich normalisierende Sachkosten (u.a. Reisekosten, Kfz-Kosten) zurückzuführen. Darüber hinaus profitierte CENIT im Vorjahr von deutlich höheren Sondererträgen (staatliche Forschungszulagen) und dem Kurzarbeitergeld, sodass exkl. dieser unmittelbar ergebniserhöhenden Effekte ein um 2,2 Mio. Euro niedrigeres Konzern-EBIT von ca. 4,0 Mio. Euro erzielt worden wäre. Ferner belasteten Sonderaufwendungen für ehemalige Vorstandsmitglieder in Höhe von ca. 0,6 Mio. Euro das EBIT in 2022.

Historische EBITDA-Entwicklung nach Segmenten
(in Mio. Euro)



Historische EBIT-Entwicklung nach Segmenten
(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen

Dementsprechend sind wir davon überzeugt, dass das zunächst ernüchternd wirkende EBIT des Jahres 2022 über die u.E. **erfolgreich voranschreitende Reorganisation des Unternehmens** hinwegtäuscht. Positiv stimmt uns zunächst die erneute Bestätigung der avisierten Einsparungen in Höhe von 3,0 Mio. Euro p.a. im Rahmen des Q1-Earnings Calls. Darüber hinaus ließen sich in den letzten Monaten bereits deutliche Veränderungen in

Bezug auf die personellen Kapazitäten feststellen. So beschäftigte CENIT Ende 2021 weltweit 685 Mitarbeiter, während Ende 2022 861 Mitarbeiter für das Unternehmen tätig waren. Da im Rahmen der ISR-Akquisition 194 neue Kollegen zur Unternehmensgruppe hinzustießen, wurden im **letzten Geschäftsjahr netto 18 Beschäftigte abgebaut**, wovon allein zwölf Stellen der unterdurchschnittlich profitablen französischen Tochter Keonys zugeschrieben werden können. Auch im **ersten Quartal 2023** hat CENIT netto ca. **40 Mitarbeiter abgebaut**, da mit der Übernahme der mip rund 30 neue Kollegen gewonnen wurden, der Personalbestand jedoch von 861 auf 854 fiel.

Analog unserer dargestellten Analyse der Umsatzentwicklung der einzelnen Regionen haben wir auch eine ergebnisseitige Betrachtung der internationalen Tochtergesellschaften (inkl. der deutschen Tochter Coristo) vorgenommen. Neben den erzielten Jahresgewinnen, die CENIT jeweils auf Basis der lokalen Rechnungslegungsvorschriften ausweist, haben wir ebenso Gewinnmargen angegeben. Diese beruhen auf der Annahme, dass sämtliche Umsätze der jeweiligen Region der entsprechenden Tochtergesellschaft zugeordnet werden können.

KPIs Töchter (in Mio. Euro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	kum. Ergebnis	
Keonys FR	Umsatz (MONE)		25,9	46,6	46,6	36,2	34,3	37,7	4,085
	Gewinn		0,3	0,9	1,7	0,3	-0,1	0,9	
	Marge (MONE)		1,3%	1,9%	3,6%	0,8%	-0,2%	2,4%	
CENIT Nordamerika	Umsatz (MONE)	16,3	14,6	11,9	10,9	6,6	6,6	7,2	6,765
	Gewinn	2,2	1,9	0,9	1,6	-0,1	0,3	0,1	
	Marge	13,4%	12,9%	7,7%	14,3%	-2,2%	3,9%	1,6%	
CENIT Schweiz	Umsatz (MONE)	13,0	11,1	10,6	11,6	10,2	11,2	7,6	5,252
	Gewinn	1,6	0,4	0,6	1,1	0,6	1,0	-0,1	
	Marge (MONE)	12,1%	3,9%	5,8%	9,6%	5,4%	9,4%	-1,2%	
CENIT SRL Rumänien	Umsatz (MONE)	2,0	2,1	2,0	2,8	1,9	2,2	2,6	1,358
	Gewinn				0,4	0,2	0,3	0,5	
	Marge (MONE)	0,0%	0,0%	0,0%	13,0%	11,4%	15,2%	17,4%	
Keonys NL	Umsatz (MONE)		1,2	2,1	2,7	2,4	2,8	2,8	0,809
	Gewinn				0,2	0,2	0,3	0,1	
	Marge (MONE)				6,4%	7,3%	11,4%	5,3%	
Keonys Belgique	Umsatz (MONE)		2,2	4,3	4,5	3,8	4,0	3,8	0,772
	Gewinn				0,3	0,1	0,2	0,2	
	Marge (MONE)		0,0%	0,0%	6,0%	3,1%	5,8%	4,1%	
CENIT China	Umsatz (MONE)					0,0	0,2	0,3	0,487
	Gewinn				0,3	0,0	-0,3	0,5	
	Marge (MONE)					-90,0%	-149,5%	182,0%	
CENIT France	Umsatz (MONE)	0,6							0,384
	Gewinn	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	
	Marge (MONE)	18,3%							
CENIT Japan	Umsatz (MONE)	1,7	1,9	1,2	1,3	1,4	1,1	1,2	-0,144
	Gewinn	0,3	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	
	Marge (MONE)	16,2%	9,1%	-15,5%	-11,8%	1,3%	-19,1%	-4,3%	
Coristo	Umsatz	1,7							2,424
	Gewinn	0,4	0,5	0,4	0,3	0,1	0,2	0,5	
Ergebnis Gesamt		4,5	3,2	2,8	5,7	1,4	1,9	2,6	

Quelle: Unternehmen, Montega

Insgesamt ist zu erkennen, dass das internationale Geschäft CENITs ergebnisseitig in den drei wichtigsten Regionen Frankreich, Nordamerika und der Schweiz zuletzt unterdurchschnittliche Margen erwirtschaftete. **Aufgrund der beobachtbaren operativen und strategischen Schritte sind wir davon überzeugt, dass das internationale Geschäft noch in 2023 einen deutlichen Ergebnisanstieg zeigen wird.** Die wichtigsten Entwicklungen betreffen u.E. die folgenden Regionen:

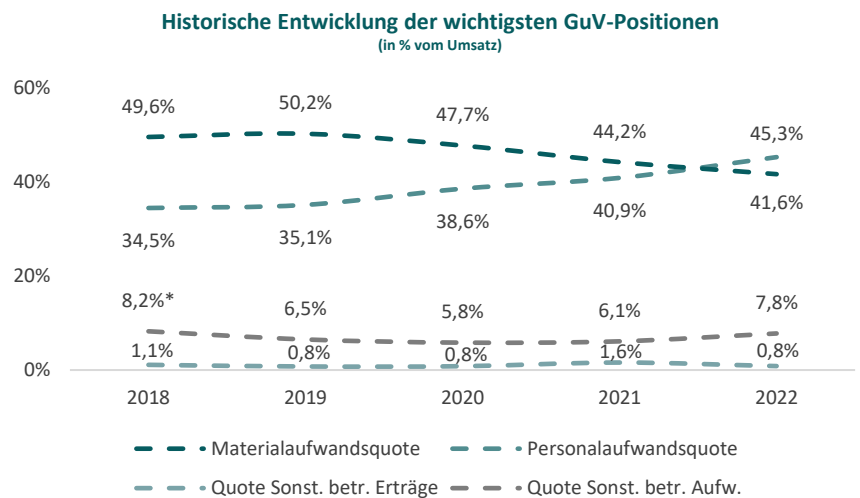
- **Frankreich:** Das Mitte 2017 übernommene Unternehmen Keonys, das nahezu das gesamte französische Geschäft repräsentiert, kam als Restrukturierungsfall (plötzlicher Todesfall des Gründers und unregelmäßige Nachfolge) zu CENIT und erwirtschaftete seitdem unterdurchschnittliche Margen. Im Jahr 2022 ergriff der neue CEO umfangreiche Maßnahmen zur Eingliederung der Gesellschaft in den CENIT-Konzern und konnte, wie oben ausgeführt, auch die Kostenbasis in signifikantem Umfang

verbessern. Hieraus erwarten wir angesichts der guten Auftragslage in 2023 eine spürbare und nachhaltige Ergebnisverbesserung.

- **Nordamerika:** Während CENIT in den USA bis 2019 zweistellige Gewinnmargen erwirtschaftete, verschlechterte sich die operative Performance ab 2020 insbesondere durch den Wegfall eines Großkunden, mit dem mehrere Millionen Euro Umsatz bei einer attraktiven Marge erwirtschaftet wurde. Wir gehen davon aus, dass CENIT mittelfristig strategische Maßnahmen im amerikanischen Raum (darunter Zukäufe, Partnerschaften etc.) prüfen wird, um das Potenzial des großen Marktes (Ende 2022: 18 Mitarbeiter) zu realisieren (vgl. strategische Maßnahme in Japan).
- **Schweiz:** Die Tochter erzielte in der Vergangenheit solide Margen bei weitgehend stabilen Umsätzen. In 2022 verlor CENIT jedoch zwei Großkunden, wodurch ein leicht negatives Ergebnis zu Buche stand und Ende 2022 ein Wechsel des Managing Directors initiiert wurde.
- **Japan:** Wie in der obigen Tabelle dargestellt, erwirtschaftete die japanische Tochter seit 2016 insgesamt ein negatives Ergebnis. Zwar ist der Markt u.E. grundsätzlich hochinteressant, wobei CENIT die kritische Größe fehlen dürfte, um das bestehende Potenzial heben zu können (Ende 2022 7 Mitarbeiter in Japan). Vor diesem Hintergrund erachten wir den Verkauf der Tochter an „Argo Graphics“ sowie den gleichzeitigen Abschluss eines Master Reselling-Vertrags für die CENIT-Software FASTSUITE als richtigen strategischen Schritt. Der Kaufpreis beläuft sich auf 1,0 Mio. Euro.

Kostenstruktur der CENIT AG

Um einen dezidierten Überblick über die Kostenstruktur CENITs zu geben, sind die wesentlichen Aufwandspositionen in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.



Quelle: Unternehmen; * MONE, bereinigt um Leasingaufwendungen zwecks Vergleichbarkeit

Diese ist im Wesentlichen vom Material- und Personalaufwand geprägt. Ersterer setzt sich zu über 90% aus den Kosten für verkaufte Fremdsoftware (Dassault Systèmes, IBM) und zu knapp 10% aus Aufwendungen für externe Mitarbeiter zusammen, die das Unternehmen vorzugsweise im Bereich Digital Business Solutions und SAP-PLM einsetzt, um Leistungsspitzen abzufangen. Dementsprechend ist die Materialaufwandsquote abhängig vom verkauften Lizenzvolumen. Die seit 2019 abnehmende Materialaufwandsquote ist jedoch nicht verbesserten Konditionen, sondern einer Verschiebung des Produktmixes zuzurechnen, die durch die 2022 durchgeführten Akquisitionen nochmals beschleunigt wurde.

In der nachstehenden Tabelle ist zu erkennen, dass die Rohmarge von Fremdsoftwareverkäufen im Bereich von rund 24 bis 29% lag. Die beobachtbaren Schwankungen ergeben sich beispielsweise durch den Anteil von On-Premise- bzw.

cloudbasierten Verträgen, da Dassault seine Cloudtransformation beschleunigen möchte und seine Konditionen dementsprechend gestaltet.

Rohmarge des Fremdsoftwaregeschäfts (in Mio. Euro)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*
Umsatz mit Fremdsoftware	54,4	57,6	82,4	104,3	105,6	92,5	88,5	88,1
Materialaufwand	46,9	47,8	69,3	84,2	86,3	70,3	68,6	71,5
Lizenzkosten	40,7	42,0	62,9	78,7	80,2	65,8	64,9	65,6
davon Fremdarbeiter	6,2	5,8	6,4	5,5	6,1	4,4	3,7	5,9
Rohrertrag Lizenzverkauf	13,7	15,6	19,4	25,6	25,5	26,7	23,7	22,5
Rohmarge	25,2%	27,1%	23,6%	24,5%	24,1%	28,8%	26,8%	25,6%

Quelle: Unternehmen; *Umsatz und Materialaufwand gemäß neuer Bilanzierungspraxis

Da CENIT aufgrund seiner Größe bereits der höchsten Partnerstufe angehört, halten wir eine spürbare Verbesserung der Konditionen gegenüber Dassault Systèmes für unwahrscheinlich und planen daher zukünftig mit einer konstanten Rohmarge von 26%. Die Kosten für externe Mitarbeiter dürften u.E. mittelfristig aufgrund der eingeleiteten Maßnahmen des Managements nur unterproportional zum Umsatz steigen.

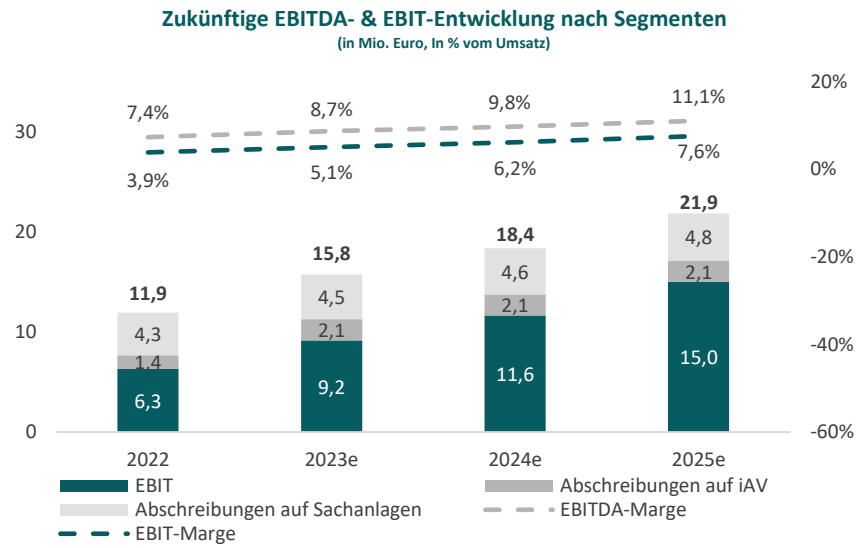
Auf Ebene der Personalkosten prognostizieren wir für 2023 einen steigenden Personalaufwand gegenüber dem Vorjahr, was primär auf die ganzjährige Konsolidierung der ISR und auf durchgeführte Lohnerhöhungen (MONE: ca. 4,0%) zurückzuführen ist. Wir gehen davon aus, dass auch in den Jahren 2024 und 2025 eine **fortlaufende Verbesserung der Mitarbeiterauslastung erreicht wird, sodass das von uns erwartete, steigende Umsatzniveau ohne signifikante Neueinstellungen gestemmt werden kann**. Außerdem erwarten wir einen gleichbleibenden Forschungs- und Entwicklungsaufwand (somit keine Neueinstellung von Entwicklern) für die CENIT-Softwareprodukte, der gänzlich im Personalaufwand erfasst wird. In den letzten fünf Jahren beliefen sich die F&E-Kosten auf 8,3 bis 10,5 Mio. Euro p.a. (2022: 9,3 Mio. Euro). Da wir angesichts des IT-Fachkräftemangels auch in den nächsten Jahren mit einem steigenden Gehaltsniveau planen, haben wir für 2024 und 2025 eine Lohnkostensteigerung von 2,5% bzw. 2,0% berücksichtigt.

Mit rund 5 bis 8% des Umsatzes stellen die sonstigen Aufwendungen eine weitere wesentliche Kostenposition dar, die sich vorrangig aus Wartungs-, Reise-, Kfz- und Rechts- bzw. Beratungskosten zusammensetzt. Trotz einer gestiegenen Kostendisziplin führten in 2022 nicht nur höhere Aufwendungen infolge getätigter M&A-Transaktionen, sondern auch die Normalisierung der Reise- und Kfz-Kosten zu einer spürbaren Erhöhung der Kostenquote. Mittelfristig planen wir bis 2025 mit einer leichten Skalierung auf 7,5% des Umsatzes. Auf Seite der sonstigen betrieblichen Erträge, die sich größtenteils aus Marketingzuschüssen, staatlichen Forschungszulagen und aufgelösten Rückstellungen zusammensetzen, erwarten wir mittelfristig normalisierte, konstante Erträge in Höhe von 1,3 Mio. Euro p.a.

Die Abschreibungen des Konzerns (historisch ca. 3,5% vom Umsatz) entfielen in 2022 zu knapp 62% auf Nutzungsrechte für Gebäude und Fahrzeuge (IFRS 16). Daneben lassen sich ca. 25% auf PPA-Abschreibungen und Software/Lizenzen zurückführen. Aufgrund der ISR-Akquisition (1,0 Mio. PPA-Abschreibungen p.a.) und der mip-Übernahme (MONE: 0,1 Mio. Euro PPA-Abschreibungen p.a.) prognostizieren wir ab 2023 leicht steigende Abschreibungen, was auch durch die Ausweitung der Leasingverhältnisse bedingt ist.

Insgesamt resultiert die von uns prognostizierte Margenausweitung nicht ausschließlich aus der Kostenreduktion im Personalbereich, sondern ebenso aus dem prognostizierten Umsatzwachstum. **Vor allem die CENIT-Software und die Beratungserlöse sind hierbei von zentraler Bedeutung, da diese im Gegensatz zur vertriebenen Fremdsoftware äußerst hohe Grenz margins aufweisen**. An dieser Stelle sei nochmals hervorgehoben, dass wir davon ausgehen, dass das angestrebte Wachstum in den nächsten Jahren vorrangig durch Effizienzsteigerungen und die fortlaufende Optimierung der Mitarbeiterauslastung mit der bestehenden Personalbasis gestemmt werden kann.

Insgesamt ergibt sich auf Basis unserer Prognosen die nachfolgend dargestellte Ergebnisentwicklung.



Quelle: Unternehmen, Montega

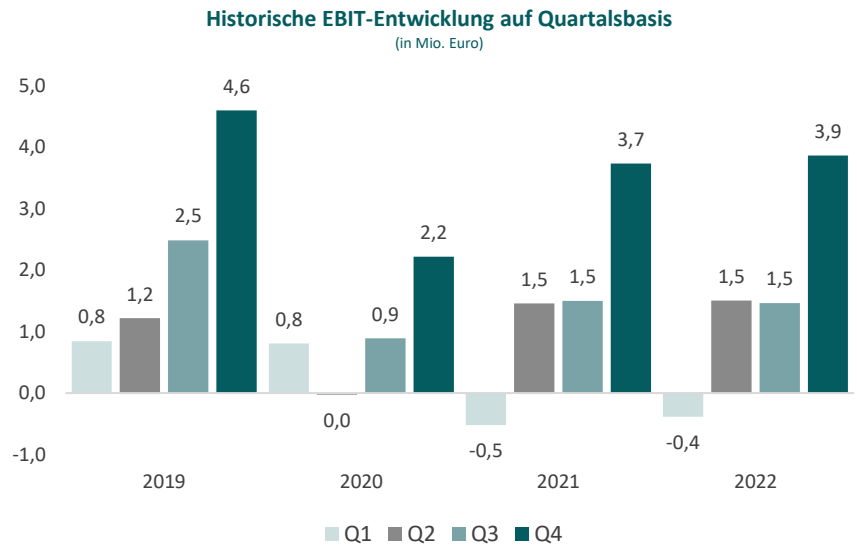
Somit positionieren wir uns ergebnisseitig innerhalb der kommunizierten 2023er-Guidance des Unternehmens, die für das laufende Jahr ein EBIT zwischen 9,0 und 9,5 Mio. Euro vorsieht. Ausgehend vom 2022er EBIT i.H.v. 6,3 Mio. Euro erwarten wir bereits in 2024 nahezu ein verdoppeltes operatives Ergebnis in Höhe von 11,6 Mio. Euro (1,39 Euro je Aktie). Mit Blick auf das kommunizierte Mittelfristziel einer EBIT-Marge in Höhe von 8 bis 10% in 2025 liegen wir mit einer prognostizierten EBIT-Marge von 7,6% leicht unter der Guidance. Dies ist jedoch nicht auf einen Mangel an Überzeugung in Hinblick auf die erfolgreiche Realisierung der Mittelfrist-Guidance, sondern vielmehr auf die von uns unberücksichtigten zukünftigen Akquisitionen zurückzuführen, die laut Vorstand stets eine EBIT-Marge von über 10% aufweisen werden. Außerdem sind zusätzliche Umsatz- und Kostensynergien durch zukünftige Übernahmen nicht in unseren Prognosen abgebildet, welche die Margen weiter erhöhen sollten.

Nachstehend haben wir die Guidance für das laufende Jahr und die Ergebnisse des Q1 zusammenfassend dargestellt.

Segment	EBIT 2022	Guidance 2023	EBIT Q1 2023	EBIT Q1 2022	Impliziertes Q2-Q4 EBIT
PLM	3,6	> 5,0 (> +40%)	-0,4	-0,7	> 5,4
EIM	2,7	> 4,0 (> +47%)	0,4	0,3	> 3,6
Konzern	6,3	9,0 – 9,5 (> +43%)	0,0	-0,4	> 9,0

Quelle: Unternehmen, Montega

Angesichts der optisch ernüchternd wirkenden Q1-Zahlen möchten wir im Folgenden auch auf die unterjährige Saisonalität eingehen. Wie für IT- bzw. Softwareunternehmen typisch, werden zum Jahresende überproportional viele Softwareprodukte verkauft, wodurch ein Großteil des Gewinns in Q4 erzielt wird. In den letzten Jahren ergab sich auf Quartalsbasis folgende EBIT-Dynamik:



Quelle: Unternehmen, Montega

Somit sehen wir CENIT vollends auf Kurs, den avisierten EBIT-Korridor i.H.v. 9,0 bis 9,5 Mio. in 2023 zu erreichen. Abschließend haben wir die u.E. wichtigsten Faktoren für die erwartete Margenverbesserung zusammengefasst.

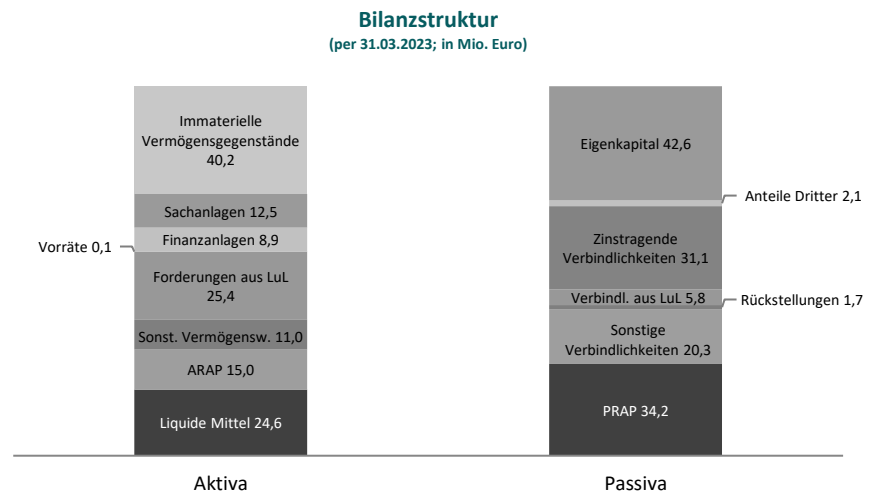
Faktoren der zukünftigen Margenverbesserung im Überblick:

- Durchführung und vertragliche Implementierung von jährlichen Preiserhöhungen (jüngst erfolgt)
- Strenges Kostenmanagement, insbesondere der Personalkosten (Projekt Sirius aktiv, Fortschritt bereits visibel)
- Fokus auf Verbesserung der unterdurchschnittlichen Margen der internationalen Tochtergesellschaften und partielle Einleitung von strategischen Maßnahmen
- Steigerung der MA-Effizienz: Einführung von Leistungs-KPIs (u.a. Utilisation Rate) macht individuelle Leistung der Mitarbeiter erstmals messbar und steuerbar
- Stärkerer Fokus auf Gewinn: Variable Vergütung der Mitarbeiter (insb. auch Vertrieb) seit 2022 zu 50% von der erzielten EBIT-Marge abhängig
- Hebung von Synergiepotenzialen (ab 2024 avisiert, darunter Integration von Back-Office-Funktionen)

Grundsolide Bilanz schafft Opportunitäten für zukünftiges Wachstum

Die Bilanzstruktur der CENIT AG spiegelt das nicht kapitalintensive Geschäftsmodell des Unternehmens wider. Die **Aktivseite** der Bilanz ist insbesondere von den hohen immateriellen Vermögenswerten (40,2 Mio. Euro; 29,2%) geprägt, die sich ihrerseits zu über 70% aus Goodwill zusammensetzen, der aus den getätigten Übernahmen resultiert. Den zweitgrößten Posten bilden die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 25,4 Mio. Euro (18,4%), gefolgt von den liquiden Mitteln (24,6 Mio. Euro; 17,9%) sowie den aktiven Rechnungsabgrenzungsposten (15,0 Mio. Euro; 10,9%). Darüber hinaus bilden die Sachanlagen (ca. 80% Nutzungsrechte für Gebäude und Fahrzeuge) mit 12,5 Mio. Euro bzw. 9,1% der Bilanzsumme und die sonstigen Vermögensgegenstände i.H.v. 11,0 Mio. Euro bzw. (u.a. Forderungen ggü. at equity bilanzierten Beteiligungen von 3,2 Mio. Euro und Steueransprüche von 4,2 Mio. Euro) wichtige Bilanzpositionen. Die Finanzanlagen in Höhe von 8,9 Mio. Euro setzen sich aus der 2022 erworbenen Long Call Option für die 25,1% Minderheitsanteile der ISR AG sowie dem Wert der 4,76%-Beteiligung an der ASCon Systems Holding GmbH (3,2 Mio. Euro) zusammen.

Die **Passivseite** der Konzernbilanz ist insbesondere vom Eigenkapital geprägt (EK-Quote: 32,4%), dem kurzfristige Bankschulden in Höhe von 20,5 Mio. Euro (14,9%; Fälligkeit Ende September 2023) und Leasingverbindlichkeiten von 10,5 Mio. Euro (7,6%) gegenüberstehen. Mit 34,2 Mio. Euro bzw. 24,8% der Bilanzsumme stellen die passiven Rechnungsabgrenzungsposten (bereits fakturierte, aber noch nicht GuV-wirksame zukünftige Erlöse) ebenso einen signifikanten Posten dar. Darüber hinaus bestehen sonstige Verbindlichkeiten (u.a. Mitarbeiter- bzw. Steuerverbindlichkeiten) in Höhe von 20,3 Mio. Euro (14,7%), Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (5,8 Mio. Euro; 4,2%) und geringfügige Rückstellungen von 1,7 Mio. Euro (1,2%).

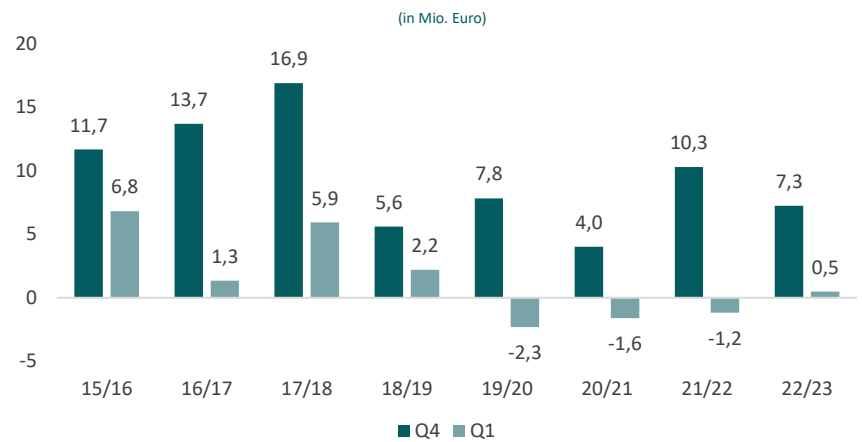


Quelle: Unternehmen

Attraktives Working Capital-Profil und geringer Investitionsbedarf führen zu steigenden Free Cashflows

Die erfolgreiche operative Entwicklung des Unternehmens sollte sich zukünftig nicht nur gewinnseitig, sondern auch auf Ebene des Free Cashflows niederschlagen. Positiv wirkt sich hierbei der geringe Investitionsbedarf des Unternehmens aus, den wir zukünftig auf 1,5 bis 2,0 Mio. Euro p.a. schätzen (primär für Software, BGA etc.). Um eine korrekte Berücksichtigung der Leasingaufwendungen im Rahmen der DCF-Bewertung zu gewährleisten, haben wir die Abflüsse ebenfalls dem Posten CAPEX zugerechnet, sodass der von uns prognostizierte Free Cashflow bereits um die Leasingzahlungen vermindert ist. Dementsprechend berücksichtigen wir die bilanzierten Nutzungsrechte nicht im Rahmen der EV-Berechnung, um die Aufwendungen nicht doppelt zu erfassen. Insgesamt gehen wir in 2023 von Leasingzahlungen in Höhe von 4,0 Mio. Euro aus, die größtenteils auf Gebäude und Firmenfahrzeuge entfallen und in den Folgejahren um jeweils 3% steigen dürften. Neben dem geringen Investitionsbedarf weist das Geschäftsmodell CENITs ebenfalls ein vorteilhaftes Working Capital-Profil auf, da den Forderungen und Vorauszahlungen des Konzerns (ARAP) wiederum Vorauszahlungen der Kunden (PRAP) in nahezu gleicher Höhe gegenüberstehen. Dabei nimmt der Working Capital-Bedarf unterjährig tendenziell zu, da die meisten Vorauszahlungen im ersten Quartal getätigt werden. Dementsprechend weist CENIT typischerweise in Q1 das geringste und Ende Q4 das höchste Working Capital auf. In der nachfolgenden Grafik haben wir die Höhe des Working Capitals ab 2016 jeweils zum Ende des Geschäftsjahres und dem darauffolgenden Q1 dargestellt.

Working Capital-Dynamik der CENIT AG

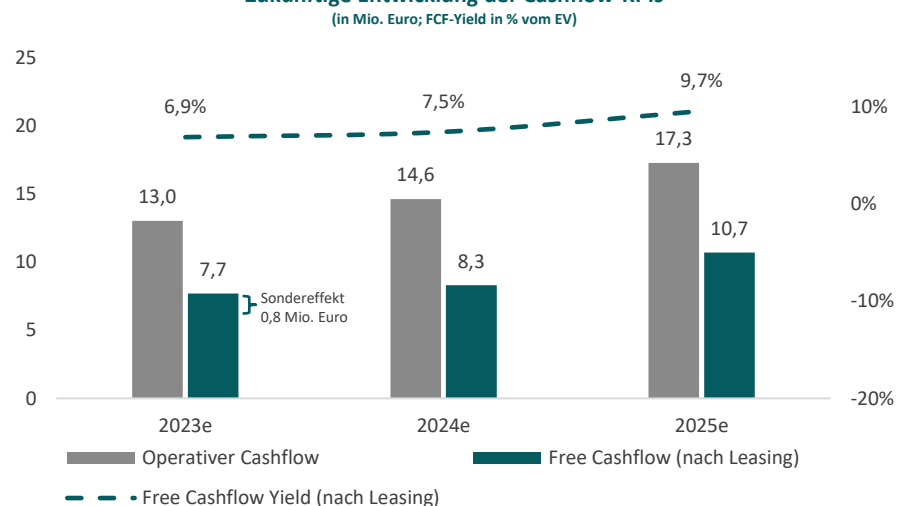


Quelle: Unternehmen, Montega

Mit einer Working Capital-Intensität von maximal 3-7% des Umsatzes wird CENIT bei dem von uns prognostizierten Erlöswachstum folglich nur marginale Working Capital-Effekte verzeichnen. Ausschlaggebend für das attraktive Working Capital-Profil sind hierbei insbesondere die Vorauszahlungen für Software. Da wir in den nächsten Jahren mit einem beschleunigten Wachstum der Softwareumsätze rechnen und der Anteil der im Voraus gezahlten Lizenz- bzw. SaaS-Gebühren u.a. durch den Trend zur Cloud bereits in den letzten Geschäftsjahren überproportional anstieg, gehen wir auch zukünftig von einer positiven Dynamik aus. Nicht zuletzt forciert das Management derzeit die SaaS-Strategie der CENIT-Software, wodurch wir zukünftig ebenso positive Effekte erwarten. Insgesamt prognostizieren wir bis 2025 in Summe einen Working Capital-Aufbau von unter 1,0 Mio. Euro.

Auf Basis unserer Prognosen ergibt sich die nachfolgend dargestellte Cashflow-Entwicklung:

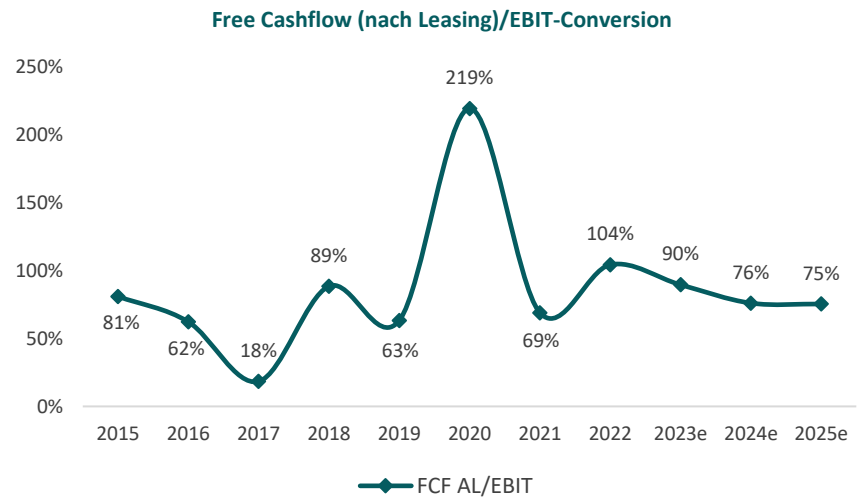
Zukünftige Entwicklung der Cashflow-KPIs



Quelle: Montega

So erwarten wir nach Abzug der Leasingaufwendungen in 2023 einen Free Cashflow in Höhe von 7,7 Mio. Euro, der positive Sondereffekte in Höhe von ca. 2,0 Mio. Euro (Verkauf der japanischen Tochtergesellschaft und einer Immobilie) sowie den Mittelabfluss der mip-Akquisition i.H.v. 1,2 Mio. Euro enthält. Auf Basis der aktuellen Marktkapitalisierung ergibt sich demnach eine Free Cashflow Yield von 6,9% für 2023 und eine fast zweistellige Cashflow-Rendite von 9,7% in 2025.

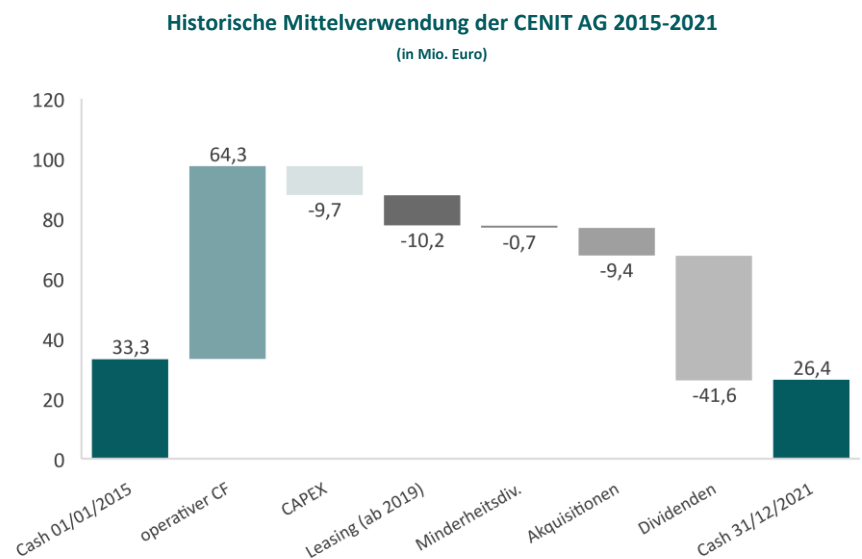
Hierbei zeigt sich auch die Cashflow-Stärke des Geschäftsmodells. So konnte historisch eine Cashflow-Conversion zwischen 62 und 89% erreicht werden. Dagegen zeigten sich insbesondere die Jahre 2017 (Akquisitionsbedingter WC-Effekt) und 2020 (WC-Freisetzung) von hohen Sondereffekten geprägt. Zukünftig dürfte CENIT u.E. eine normalisierte, nachhaltige FCF/EBIT-Conversion von rund 75% erreichen können. Bei der Berechnung der Free Cashflows sind bereits Leasingaufwendungen berücksichtigt (FCF AL: Free Cashflow after Leasing).



Quelle: Unternehmen, Montega

Aktionärsfreundliche Ausschüttungspolitik

Durch den äußerst geringen Kapitalbedarf und das attraktive Working Capital-Profil hat CENIT die erwirtschafteten Cashflows in der Vergangenheit in Form von Dividenden an seine Eigentümer ausgeschüttet. Nachfolgend haben wir zunächst die Kapitalallokation des vorigen Managements in den Jahren 2015 bis 2021 analysiert. Hierbei wird ersichtlich, dass nach Abzug von Investitionen, Leasingzahlungen und Minderheitsdividenden innerhalb von sieben Jahren ein Free Cashflow von 43,7 Mio. Euro generiert wurde. Setzt man diesen in Relation zu den gezahlten Dividenden in Höhe von 41,6 Mio. Euro, entspricht dies einer Ausschüttungsquote von 95%. Somit wurden die getätigten Akquisitionen (primär Keonys für rund 6 Mio. Euro) teils aus der Substanz bezahlt.

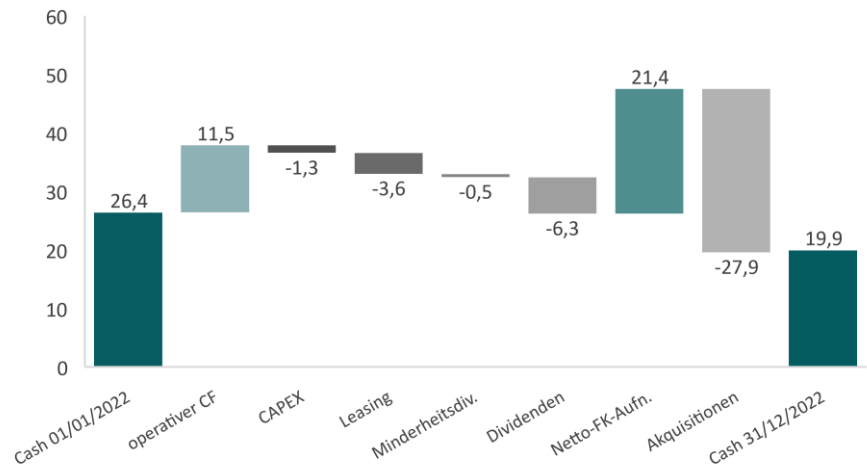


Quelle: Unternehmen, Montega

Im Zuge des Managementwechsels und der deutlich intensivierten M&A-Strategie gehen wir davon aus, dass zukünftige Akquisitionen weitestgehend durch die Aufnahme von Fremdkapital finanziert werden. So wurden in 2022 bereits erstmals in der Unternehmensgeschichte nennenswerte Bankkredite aufgenommen, um die Übernahme der ISR zu tätigen. In Abhängigkeit von der Akquisitionshäufigkeit und der Target-Größe schließen wir prinzipiell auch etwaige Kapitalerhöhungen nicht aus, um die definierte Mindesteigenkapitalquote von 25% weiterhin aufrechtzuerhalten.

Mittelverwendung der CENIT AG in 2022

(in Mio. Euro)



Quelle: Unternehmen, Montega

Vor diesem Hintergrund erscheint uns die **aufrechterhaltene Dividendenpolitik konstraintuitiv**. U.E. würde eine Reinvestition der Cashflows zur Teilfinanzierung der M&A-Strategie eine potenzielle Verwässerung vermeiden oder zumindest deren Höhe mindern. So schätzen wir die Eigenkapitalbasis des Unternehmens nach der jüngsten Ausschüttung auf rund 40 Mio. Euro, was bei einer geschätzten Bilanzsumme von 133 Mio. Euro einer EK-Quote von 30% entspricht. Dementsprechend könnte das Unternehmen u.E. weiteres Fremdkapital in niedriger zweistelliger Millionenhöhe aufnehmen (MONE: 20 Mio. Euro), sodass bei einer geschätzten Liquidität von rund 20 Mio. Euro und einer unterstellten Mindestbarreserve von 10 Mio. Euro **weitere Zukäufe mit einem Volumen von bis zu 30 Mio. Euro ohne die Durchführung einer Kapitalerhöhung möglich erscheinen**. Sofern die Vollausschüttung der Cashflows auch zukünftig fortgesetzt wird, halten wir eine Kapitalerhöhung in 2024 für nicht unwahrscheinlich, da wir von einem M&A-Kapitalbedarf von 20-30 Mio. Euro p.a. ausgehen. Hierbei ist erwähnenswert, dass die Schaffung eines neuen bedingten Kapitals in Höhe von bis zu 50% des Grundkapitals auf der Hauptversammlung 2023 abgelehnt wurde, wodurch die Gesellschaft **derzeit keine Kapitalerhöhungen durchführen kann**.

Obgleich wir der Ausschüttungspolitik zwiespalten gegenüberstehen, würde mit einer anhaltenden Vollausschüttung der erwirtschafteten Cashflows eine deutlich steigende Dividendenrendite einhergehen. In den letzten 10 Jahren notierte die CENIT-Aktie (bereinigt um die 0%-Renditen) durchschnittlich zu einer Dividendenrendite von 4,6%, sodass sich bei Vollausschüttung der von uns erwarteten freien Cashflows eine Dividendenrendite von 6,9% in 2024, 7,5% in 2025 und 9,7% in 2026 ergeben würde. Bei gleichbleibender Bewertung ergäbe sich hieraus signifikantes Kurspotenzial, das sich bei einer Angleichung der Dividendenrendite auf den historischen Mittelwert von 4,6% auf 51,0%, 62,8% bzw. 110,0% belaufen würde.

Dividendenrendite der CENIT-Aktie der letzten 10 Jahre



Quelle: Capital IQ

M&A: Der Schlüssel zum Erreichen der Mittelfristziele

Obgleich wir in unseren Prognosen aufgrund der Unbekanntheit der zukünftigen Targets keine proaktiven Modellierungen etwaiger Übernahmen vornehmen, ist u.E. **eine Betrachtung der getätigten Transaktionen als auch der M&A-Strategie von entscheidender Bedeutung für den Investment Case**. Im Folgenden haben wir zunächst die wesentlichen Eckpunkte der Akquisitionsstrategie dargestellt, ehe wir uns auf die seit 2022 vom neuen Management durchgeführten Transaktionen fokussieren und abschließend auf die jüngst vom Unternehmen veröffentlichte Umsatz- und EBIT-Planung 2023 bis 2025 eingehen.

M&A-Playbook der CENIT AG

- € 5 – 30m Umsatz**

Fokus auf Targets mit 5 bis 30 Mio. Euro Umsatz, um Kaufpreismultiples niedrig zu halten und Konkurrenz von Private Equity-Käufern zu vermeiden
- > 10% EBIT-Marge**

Fokus auf nachhaltig profitable Unternehmen mit einer EBIT-Marge von über 10%, um die Akquisition von Restrukturierungsfällen zu vermeiden
- 10 – 20% Earn-Out**

Mittelfristige Bindung des alten Managements durch Fortführung des Geschäfts und variabler Earn-Out-Komponente in Höhe von 10 – 20% des Gesamtkaufpreises
- DACH & FR**

Phase I: Regionaler M&A-Fokus auf die DACH-Region
Phase II: Zukäufe in Frankreich
- Tech Customers People**

Technologie: Erwerb komplementärer Software & Dienstleistungen
Kundenstämme: Erwerb komplementärer, neuer Kunden
Mitarbeiter: Gewinnung neuer Talente im stark umkämpften IT-Sektor
- Selektive Zukäufe & Integration**

Akquisitionen ausschließlich in „gesunden“ Geschäftsbereichen
Targets werden nur selektiv und zeitversetzt integriert, um die Fluktuation niedrig zu halten und einen „leichten“ Übergang zu garantieren

Quelle: Montega

Übersicht über die seit 2022 getätigten Akquisitionen

- **ISR Information Products AG (74,9% mit Option auf Erwerb der restl. 25,1%):** Mit einem Nettokaufpreis von 26,3 Mio. Euro für 74,9% der Anteile stellt die in April 2022 erworbene ISR die größte Übernahme der Unternehmensgeschichte dar. Die akquirierte Gesellschaft aus dem Bereich Enterprise Information Management ist ein Komplettanbieter für Analytics und Prozess-Digitalisierung und wird das Leistungsportfolio von CENIT deutlich verstärken. Da das gründergeführte Unternehmen auch in den nächsten Jahren von den beiden bisherigen Vorständen geleitet werden wird (Vertragsverlängerungen um drei Jahre in 2022 erfolgt) und diese durch eine getroffene Earn Out-Vereinbarung einen langfristigen Leistungsanreiz besitzen, gehen wir angesichts der exzellenten historischen Performance auch zukünftig von einer positiven Dynamik aus. Setzt man den bilanzierten Wert der Long Call Option in Höhe von 5,7 Mio. Euro an, ergibt sich ein Kaufpreismultiple EV/EBIT 2021 von 10,0x. Da CENIT zum Akquisitionszeitpunkt auf Basis der 2022er-Schätzungen mit einem EV/EBIT-Multiple von 12,2x bewertet war, wirkte sich diese Akquisition (ohne Berücksichtigung der noch zu hebenden Synergien) unmittelbar wertschöpfend aus.

In der Übernahme der ISR sehen wir eine klare Umsetzung der M&A-Strategie und erachten diese nicht zuletzt durch den komplementären Kundenstamm (<0,1% Überschneidung) und die erworbenen Softwarelösungen für sehr aussichtsreich. Hierbei sehen wir besonderes Potenzial in der erworbenen KI-Cloudplattform „Buildsimple“, einer intelligenten Dokumentenverarbeitung mit der Dokumente automatisiert ausgelesen, klassifiziert und die enthaltenen Informationen strukturiert und damit nutzbar gemacht werden können. Wir gehen davon aus, dass diese Lösung für viele CENIT-Kunden (u.a. Versicherungen) erhebliche Kosteneinsparungen realisieren könnte, indem manuelle Prozesse durch nahezu gänzlich automatisierte Vorgänge abgelöst werden. Somit sehen wir in der Buildsimple-Plattform signifikantes Gewinnpotenzial, wobei sich nach Unternehmensaussagen bereits erste Cross Selling-Erfolge eingestellt haben.

Entwicklung der ISR Information Products AG

KPI/Jahr	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Umsatz	15,3	16,2	17,8	21,0	21,8	23,1	23,5
<i>Wachstum yoy</i>		5,8%	9,5%	18,4%	3,4%	6,3%	1,6%
Rohergebnis	12,4	13,3	15,0	18,4	18,8	20,7	n.a.
Rohmarge	81,0%	81,9%	84,4%	87,6%	86,6%	89,6%	n.a.
EBIT	0,2	0,9	1,9	2,7	2,5	3,2	n.a.
EBIT-Marge	1,5%	5,6%	10,7%	12,6%	11,3%	13,7%	n.a.
<i>Wachstum yoy</i>		303%	108%	40%	-7%	29%	n.a.
Jahresüberschuss	0,1	0,6	1,3	1,8	1,7	2,1	1,8
Mitarbeiter	150	151	159	186	195	199	194
EBIT pro MA (in Euro)	1.509	6.044	11.965	14.295	12.625	15.950	n.a.

Quelle: Unternehmen, Bundesanzeiger

- **Aufstockung Coristo GmbH (51% auf 100%):** Nachdem bereits 2016 ein knapper Mehrheitsanteil am SAP-Spezialisten Coristo für netto 0,35 Mio. Euro erworben wurde, erfolgte in 2022 die Übernahme aller ausstehenden Anteile für 1,6 Mio. Euro. Die Gesellschaft erwirtschaftete zwischen 2016 und 2019 einen durchschnittlichen Jahresgewinn von 0,4 Mio. Euro, der in 2020 und 2021 coronabedingt um rund 50% einbrach, jedoch bereits in 2022 auf knapp 0,5 Mio. Euro anstieg. Mit einem kumulierten Gewinn von über 2,4 Mio. Euro seit 2016 stellt Coristo u.E. eine exzellente, unmittelbar wertschaffende Transaktion dar (Gesamtkaufpreis: 4,9x Gewinn auf Basis des durchschnittl. Jahresüberschusses 2016-2022). Legt man den Kaufpreis von 1,6 für 49% der Anteile und somit einen Unternehmenswert von 3,2 Mio. Euro zugrunde, ergibt sich ein Gewinnmultiple von 9,2 (auf Basis des durchschnittl. Jahresüberschusses 2016-2022) bzw. ein Multiple von 6,7 auf Basis des 2022er-Gewinns.

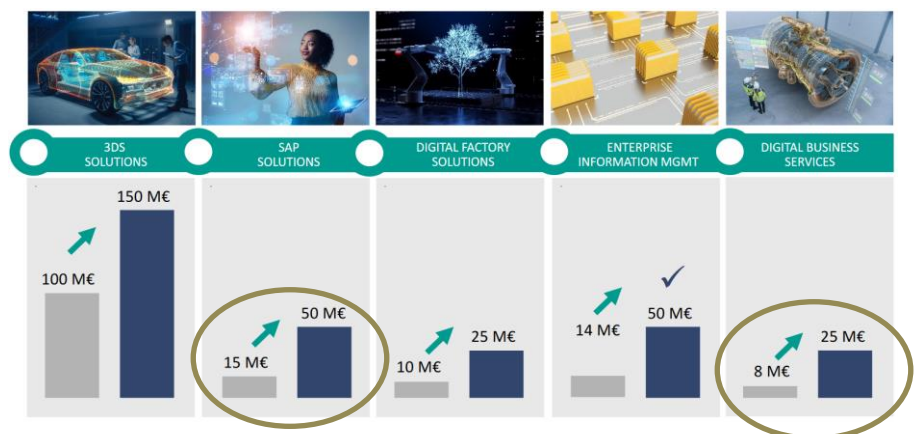
- **Magic Engineering (Asset Deal):** Mit der im zweiten Halbjahr 2022 vollzogenen Transaktion hat CENIT seine Aktivitäten in Rumänien verstärkt und einen direkten lokalen Wettbewerber im PLM-Segment akquiriert. Der Kaufpreis belief sich auf rund 0,65 Mio. Euro, worin bereits eine Earn-Out-Komponente enthalten ist. Nach Vorstandsangaben liegt der ROI der Übernahme bei ca. 30 bis 50%, da sich hier insbesondere die besseren Dassault-Einkaufskonditionen des CENIT-Konzerns positiv auswirken. Die opportunistische Akquisition bewerten wir angesichts des exzellenten Renditeprofils und der hochprofitablen Rumänienaktivitäten des CENIT-Konzerns als äußerst positiv, obwohl Zukäufe im 3DS-Segment derzeit nicht im strategischen Fokus des Managements liegen.
- **mip Management Informations Partner GmbH (100%):** Mit der Übernahme des Datenmanagement-Spezialisten mip hat CENIT sein Angebot im EIM-Segment weiter ausgebaut. Das 30-Personen starke Unternehmen hat in 2021 einen Gewinn von 0,33 Mio. Euro erzielt, wodurch sich bei einem Nettokaufpreis von 1,7 Mio. Euro und einem von uns prognostizierten Earn-Out von 0,6 Mio. Euro ein attraktiver Gewinnmultiple von 7,0x ergibt. Auf Basis des Umsatzes in Höhe von rund 3,0 Mio. Euro in 2022 beläuft sich der EV/Sales-Multiple auf 0,77.

Insgesamt halten wir **alle getätigten Akquisitionen für unmittelbar wertschöpfend** und gehen davon aus, dass in den nächsten Jahren durch die selektive, gezielte Integration der Targets zusätzliche kostenseitige Synergien gehoben werden können. Außerdem sollten sich vermehrt Cross Selling-Erfolge einstellen (u.a. KI-Plattform Buildsimple der ISR).

Vor diesem Hintergrund sind wir davon überzeugt, dass das Management mittelfristig weitere wertschaffende und strategisch sinnvolle Akquisitionen tätigen wird.

Exkurs: Konkretisierung der Mittelfrist-Guidance und Akquisitionspläne

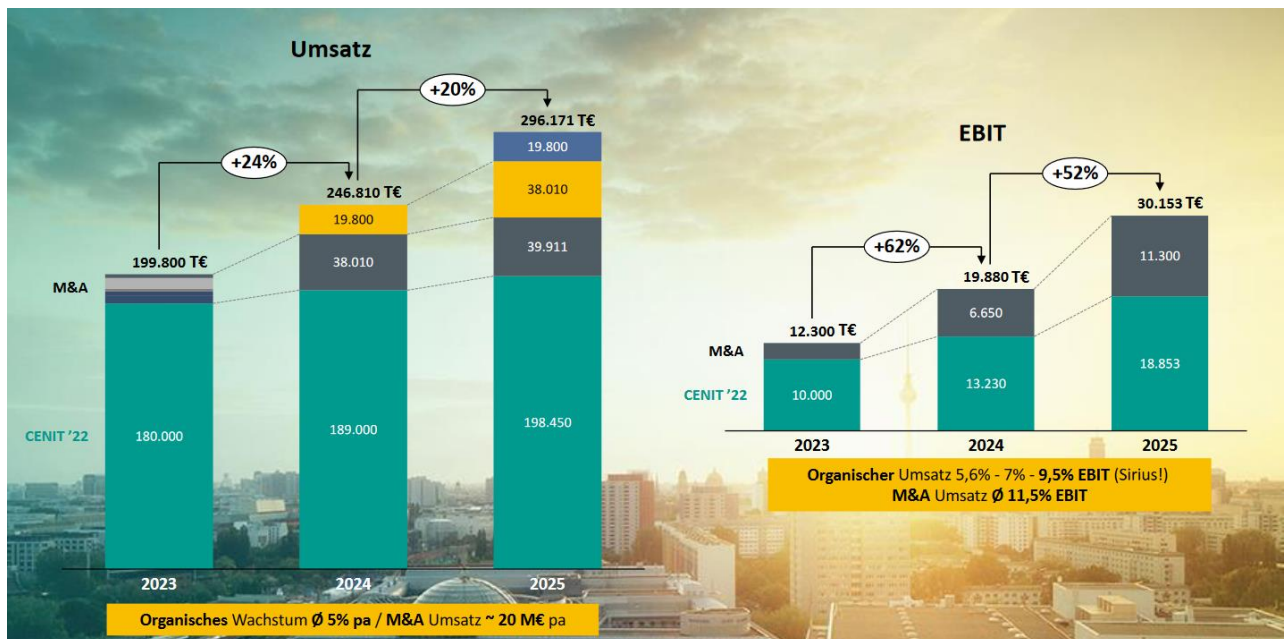
Im Rahmen der diesjährigen Hauptversammlung präsentierte der Vorstand eine aktualisierte Umsatz- und Ergebnisplanung, die aufzeigt, wie die Mittelfristziele 2025 (300 Mio. Euro Umsatz; 8,0 – 10,0% EBIT-Marge) erreicht werden sollen. Diese sieht ausgehend vom Konzernumsatz 2021 folgende Steigerungen innerhalb der einzelnen Business Units bis 2025 vor:



Quelle: Unternehmen, Montega

Nachdem das definierte Ziel von 50,0 Mio. Euro Umsatz im Bereich EIM mit den getätigten Übernahmen u.E. organisch erfüllbar sein sollte, gehen wir kurzfristig insbesondere in den zwei von uns markierten Bereichen SAP und DBS von weiteren Zukäufen aus, da sich die Bereiche Digital Factory Solutions und 3DS Solutions derzeit noch in der Restrukturierung befinden. Vor allem Zukäufe im Bereich DBS und der u.E. damit einhergehende Ausbau der Application Managed Services, wird u.E. die **Wertigkeit des Geschäftsmodells nochmals steigern**. So gehen wir davon aus, dass CENIT nicht nur einen leichteren Kundenzugang durch die deutlich steigende Interaktionsanzahl bekommen, sondern ebenfalls eine **deutlich höhere Kundenbindung** erzielen wird. Darüber hinaus wird sich durch die geplanten Übernahmen die **Abhängigkeit von Dassault Systèmes weiter verringern**.

Neben der obigen Darstellung skizzierte der Vorstand ebenso die organischen bzw. anorganischen Umsatz- bzw. EBIT-Beiträge in den einzelnen Jahren.



Quelle: Unternehmen

Die Planung sieht eine organische Steigerung der Erlöse um 5,0% p.a. sowie den Zukauf von 20 bis 40 Mio. Euro Umsatz p.a. bis 2025 vor, sodass sich das zugekaufte Umsatzvolumen insgesamt auf rund 100 Mio. Euro belaufen würde. Ergebnisseitig erwartet der Vorstand eine Steigerung der EBIT-Marge des CENIT-Konzerns (in seiner jetzigen Aufstellung) von 5,6% in 2023 auf 9,5% in 2025. Infolge der geplanten Zukäufe, die mit einer avisierten, konstanten EBIT-Marge von 11,5% überproportional zum Ergebnis beitragen sollen, dürfte sich das EBIT von 6,3 Mio. Euro in 2022 auf 12,3 Mio. in 2023 knapp verdoppeln und bis 2025 auf 30,2 Mio. Euro steigen.

Bezüglich des Kaufpreises der zu übernehmenden Targets halten wir einen Multiple in Höhe von 1,0x Umsatz für realistisch (vgl. Peergroup-Bewertung S. 37f., historische CENIT-Transaktionen S. 28f.), sodass CENIT innerhalb der nächsten drei Jahre einen Kapitalbedarf von ca. 100 Mio. Euro haben dürfte. Auch die drei jüngsten Transaktionen des Wettbewerbers Addnode weisen ein EV/Sales-Multiple von ca. 1,0 auf.

Bei planmäßiger Realisierung der Akquisitionen gehen wir davon aus, dass CENIT in diesem Zeitraum einen Free Cashflow von 46,8 Mio. Euro erwirtschaften kann (FCF/EBIT-Conversion von 75% unterstellt). Da CENIT seine erwirtschafteten Cashflows in der Vergangenheit nahezu vollständig an seine Aktionäre ausgeschüttet hat (Ausschüttungsquote 2015-2022: 96,1% des Free Cashflows nach Leasing) und sich demnach nur begrenzt verschulden kann, müsste entweder eine Änderung der Dividendenpolitik initiiert werden und/oder Kapitalerhöhungen vorgenommen werden, um alle geplanten Akquisitionen zu finanzieren. Grundsätzlich avisiert CENIT eine Mindesteigenkapitalquote von 25% und einen Verschuldungsgrad von unter 2,5x Net Debt/EBITDA. Aktuell schätzen wir die Liquidität (nach Dividendenzahlung für 2022) auf rund 20 Mio. Euro, sodass bei einer unterstellten Mindestbarreserve von 10 Mio. Euro weitere Zukäufe mit einem Volumen von bis zu 30 Mio. Euro ohne die Durchführung einer Kapitalerhöhung und ohne die Verletzung der Mindesteigenkapitalquote von 25% möglich erscheinen.

Newsflow dürfte maßgeblich von M&A-Aktivitäten geprägt sein

In den letzten Jahren wies der Kursverlauf der CENIT AG eine übergeordnete Seitwärtsbewegung auf und spiegelt dementsprechend auch die stagnierende bzw. leicht verschlechterte operative Situation des Unternehmens infolge der Coronakrise wider. So fiel die Aktie Anfang 2020 auf bis zu 8,18 Euro, erholte sich im Jahresverlauf jedoch wieder und stieg nahezu auf das Vorkrisenniveau. Nach einem starken, kurzweiligen Abverkauf der Aktie in der ersten Jahreshälfte 2022 folgte eine Rallye bis auf 17,00 Euro, ehe sich der Kurs in H2/2022 vom eingetrübten Kapitalmarktumfeld und einer Prognoseanpassung infolge ausgebliebener Aufträge deutscher Rüstungsunternehmen belastet zeigte, sodass der Großteil der Gewinne erneut abgegeben wurde.

Kursentwicklung der CENIT AG



Nach der bereits erfolgten Veröffentlichung des Q1-Berichts 2023 sollten u.E. primär die Veröffentlichung der Halbjahreszahlen sowie weitere Akquisitionen Trigger für die Anteilsscheine der CENIT darstellen.

Organisches Umsatzwachstum und Rückkehr zu historischem Margenniveau nicht ausreichend in Bewertung reflektiert

Wir haben die CENIT-Aktie anhand eines DCF-Modells bewertet, welches auf eine Unterbewertung des Unternehmens hindeutet. Auch die zur Plausibilisierung durchgeführte Peergroup-Analyse bestätigt die zu niedrige Bewertung.

In Anbetracht des strukturellen Marktwachstums in den Segmenten PLM bzw. EIM und den initiierten Maßnahmen des Managements erwarten wir mittelfristig auf Konzernebene ein organisches Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich, wobei sich insbesondere auch das margenstarke CENIT-Software-Geschäft überproportional stark entwickeln sollte. Gewinnseitig rechnen wir bereits in 2023 mit einer deutlichen Steigerung, das einerseits auf die Reorganisationsmaßnahmen und andererseits auf die anorganischen Ergebnisbeiträge der jüngsten Übernahmen zurückzuführen ist. Unter Annahme eines Betas von 1,4 und eines WACC von 8,36% ergibt sich aus dem DCF-Modell ein fairer Wert von rund 20,00 Euro je Aktie. Auf Basis des letzten Schlusskurses impliziert dies ein signifikantes Upside von 49%.

Auch die durchgeführte Peergroup-Analyse bestätigt die Unterbewertung der CENIT-Aktie. Dabei haben wir einerseits auf den EV/EBITDA-Multiple als auch auf die Free Cashflow-Yield abgestellt. Gegenüber der Peergroup notiert CENIT mit einem geringeren EV/EBITDA-Multiple für 2025 von 5,1x (Peer: 6,4x) und weist ebenso eine höhere FCF-Yield i.H.v. 9,6% in 2025 auf (Peer: 6,6%).

Fazit

Die CENIT AG bietet Investoren u.E. gegenwärtig eine spannende Turnaround-Situation. Nachdem die Unternehmensentwicklung in der Vergangenheit stagnierte, sind mit dem Einstieg des Tech-Investors PRIMEPULSE in 2020/21 und der 2022 abgeschlossenen Neubesetzung des Managements die Grundvoraussetzungen für einen erfolgreichen Turnaround gelegt. Seit Antritt des neuen Top-Managements in 2022 wurden tiefgreifende Reorganisationsmaßnahmen initiiert, um die Gesellschaft sowohl kostenseitig wettbewerbsfähig zu machen als auch gleichzeitig das Umsatzwachstum zu forcieren. Daneben wurden seit 2022 mehrere Übernahmen getätigt, die u.E. das Produktportfolio und das Risikoprofil des Konzerns verbessern. In den nächsten Jahren erwarten wir eine Fortsetzung der M&A-Strategie und den erfolgreichen Abschluss der Reorganisation, die den Konzern auf sein historisches Profitabilitätsniveau (ca. 8,0% EBIT-Marge) zurückbringen sollten. Wir empfehlen die Aktie mit einem DCF-basierten Kursziel von 20,00 Euro zum Kauf (Upside: +49%).

SWOT

Der zukünftige Geschäftserfolg der CENIT AG ist u.E. vor allem von der Auslastung der Mitarbeiter (operativer Leverage), der Absatzentwicklung hochmargiger eigener Softwareprodukte und der Kapitalallokation im Rahmen der M&A-Strategie abhängig. Dementsprechend stellen die drei vorgenannten Faktoren sowohl zentrale Chancen als auch Risiken dar.

Die größte Stärke sehen wir im breiten Produktportfolio in Kombination mit dem großen Kundenstamm des Unternehmens, während die Abhängigkeit von Dassault Systèmes und die Zyklik der wichtigsten Kundenbranchen wesentliche Schwächen darstellen.

Stärken

- Führender Value Added Reseller mit großem Kundenstamm und breiter Produktpalette inkl. eigener Software
- Langfristiger Rückenwind durch sich beschleunigende Megatrends (nachhaltige Digitalisierung, Industrie 4.0 & Smart Factory)
- Niedrige Kapitalintensität bei vielfältigen Reinvestitionsmöglichkeiten durch M&A
- Hohe M&A-Expertise des amtierenden CEOs und des Großaktionärs PRIMEPULSE

Schwächen

- Abhängigkeit von den Softwareherstellern Dassault Systèmes und IBM
- Aktuell verfügt CENIT über einen geringen Anteil hochmargiger wiederkehrender Umsätze
- Durch die überwiegend zyklische Kundenbasis (Automotive, Aerospace und Fertigung) leidet CENIT traditionell in wirtschaftlichen Schwächephasen
- Unterjährige Saisonalität (Q4 stärkstes Quartal) führt zu eingeschränkter Visibilität im 9M-Zeitraum

Chancen

- Das äußerst fragmentierte Wettbewerbsumfeld bildet eine aussichtsreiche Grundlage für die definierte M&A-Strategie
- Die bisher nur unzureichende Kommerzialisierung des Know-hows und der eigenen Softwareprodukte bietet hohes Upside-Potenzial

Risiken

- Durchgeführte Übernahmen könnten sich entgegen den Erwartungen entwickeln und Werte zerstören.
- Aufbau einer zu hohen Verschuldung durch definierte M&A-Strategie bei gleichzeitig hohen Ausschüttungen

BEWERTUNG

Wir haben die Bewertung von CENIT anhand eines DCF-Modells durchgeführt, dessen Annahmen im Folgenden dargestellt sind. Zur Plausibilisierung wurde ebenso eine Peergroup-Analyse herangezogen.

DCF-Modell

Das DCF-Modell reflektiert die positive mittelfristige Top Line-Entwicklung des Konzerns, die von allen Unternehmensbereichen getrieben werden wird. So halten wir angesichts der initiierten Reorganisationsmaßnahmen und der unterliegenden Trends der nachhaltigen Digitalisierung mittel- bis langfristig ein Umsatzwachstum im mittleren einstelligen Prozentbereich für erreichbar. Zur Ermittlung des Terminal Value wurde eine ewige Wachstumsrate von 2,0% verwendet.

Trotz der klar definierten und elementaren M&A-Strategie können wir in unseren Planungen lediglich das organische Wachstumspotenzial von CENIT berücksichtigen. Wir gehen jedoch davon aus, dass das Unternehmen mehrere Übernahmen pro Jahr tätigen wird und so mittelfristig ein Umsatzvolumen von 20 bis 30 Mio. Euro p.a. zukaufen sollte.

Ergebnisseitig erwarten wir in 2023 bereits eine deutliche Verbesserung infolge der eingeleiteten Effizienzprogramme und Preiserhöhungen. Ebenfalls sollten sich die getätigten, überdurchschnittlich profitablen, Zukäufe positiv auf die Margen auswirken. Insgesamt halten wir das avisierte Margenziel von 8 bis 10% für realistisch und gehen mittel- bis langfristig von EBIT-Margen in Höhe von ca. 8% bei anhaltend geringen Investitionen i.H.v. rund 1% des Umsatzes (inkl. Leasingaufwendungen ca. 3% vom Umsatz) aus. Angesichts des attraktiven Working Capital-Profiles und der starken Cashflow Conversion der erwarten wir in den nächsten Jahren eine signifikante Steigerung des Free Cashflows.

Das verwendete Beta von 1,4 reflektiert die überwiegend zyklischen Kundenbranchen, die geringe Liquidität der Aktie sowie die operativen Ausführungsrisiken.

Die risikolose Rendite wird auf Basis langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere mit 2,5% angenommen. Für die Marktrendite werden 9,0% unterstellt, was insgesamt zu einer Marktrisikoprämie von 6,5% führt. Unter Annahme einer langfristigen Fremdkapitalquote von 40% (ohne Berücksichtigung der IFRS 16 Verbindlichkeiten) ergibt sich ein WACC von 8,36%.

Für die CENIT AG ermittelt sich somit aus dem DCF-Modell ein **fairer Wert je Aktie von 19,93 Euro**.

DCF Modell

Angaben in Mio. Euro	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Terminal Value
Umsatz	180,3	188,4	196,8	204,8	213,1	221,0	228,3	232,8
Veränderung	11,2%	4,5%	4,5%	4,1%	4,1%	3,7%	3,3%	2,0%
EBIT	9,2	11,6	15,0	17,5	17,9	18,3	18,7	18,2
EBIT-Marge	5,1%	6,2%	7,6%	8,5%	8,4%	8,3%	8,2%	7,8%
NOPAT	6,4	8,1	10,5	12,2	12,5	12,8	13,1	12,7
Abschreibungen	6,6	6,7	6,9	7,0	7,0	6,8	6,4	5,8
in % vom Umsatz	3,7%	3,6%	3,5%	3,4%	3,3%	3,1%	2,8%	2,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
- Investitionen	-5,6	-5,8	-6,0	-6,2	-6,4	-6,2	-5,7	-5,8
Investitionsquote	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%	2,5%	2,5%
Übriges	0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	7,2	8,3	10,7	12,5	12,6	12,8	13,1	12,7
WACC	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Present Value	6,9	7,3	8,7	9,4	8,7	8,2	7,7	108,8
Kumuliert	6,9	14,1	22,8	32,2	40,9	49,1	56,7	165,6

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	165,6
Terminal Value	108,8
Anteil vom Tpv-Wert	66%
Verbindlichkeiten	23,4
Liquide Mittel	24,6
Eigenkapitalwert	166,8

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2023-2026	4,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2023-2029	4,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2030	2,0%
EBIT-Marge	2023-2026	6,9%
EBIT-Marge	2023-2029	7,5%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2030	7,8%

Aktienzahl (Mio.)

Aktienzahl (Mio.)	8,37
Wert je Aktie (Euro)	19,93

+Upside / -Downside

+Upside / -Downside	49%
---------------------	-----

Aktienkurs (Euro)

Aktienkurs (Euro)	13,40
-------------------	-------

Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	ewiges Wachstum					
	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%	
8,86%	17,31	18,04	18,45	18,89	19,88	
8,61%	17,91	18,71	19,16	19,65	20,74	
8,36%	18,56	19,44	19,93	20,46	21,67	
8,11%	19,25	20,22	20,76	21,34	22,68	
7,86%	20,00	21,06	21,66	22,31	23,80	

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)

WACC	EBIT-Marge ab 2030e					
	7,30%	7,55%	7,80%	8,05%	8,30%	
8,86%	17,71	18,08	18,45	18,83	19,20	
8,61%	18,37	18,77	19,16	19,56	19,95	
8,36%	19,09	19,51	19,93	20,34	20,76	
8,11%	19,87	20,32	20,76	21,20	21,64	
7,86%	20,72	21,19	21,66	22,13	22,59	

Quelle: Montega

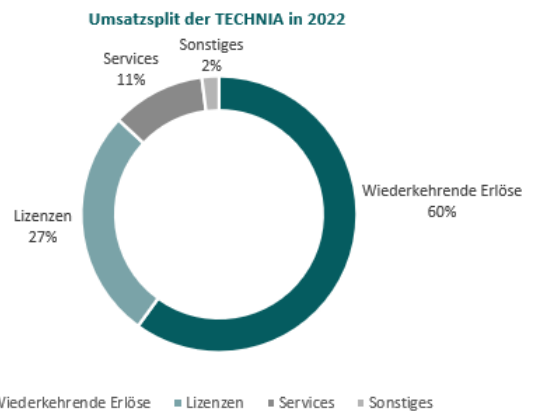
Peergroup-Vergleich

Die Beurteilung der Branchenverhältnisse wird durch mehrere Einschränkungen erschwert. So sind z.B. viele direkte Konkurrenten von CENIT nicht börsennotiert oder weisen ein Exposure in weiteren Geschäftsbereichen auf. Zu den unmittelbaren Wettbewerbern, die wir nachfolgend analysieren, zählen u.E. Visiativ und TECHNIA als Teil der Addnode Group. Während wir einen direkten Vergleich mit Softwareherstellern wie Dassault Systèmes aufgrund des unterschiedlichen Geschäftsmodells für wenig zielführend erachten, stellen VARs anderer Softwarelösungen u.E. einen treffenden Vergleich dar.

Addnode Group

Die Addnode Group ist ein international tätiger Value Added Reseller in den Bereichen Design Management, Process Management und Product Lifecycle Management (TECHNIA). Das in Schweden ansässige Unternehmen verfolgt ebenso wie CENIT eine Buy-and-Build-Strategie und hat 2022 auch im PLM-Bereich in Deutschland akquiriert. Zwar ist die PLM-Division namens TECHNIA umsatz- und ergebnistechnisch das kleinste Segment des Konzerns, berichtet jedoch einige wesentliche KPIs, die wir in der nachfolgenden Tabelle dargestellt haben. Daneben haben wir den Umsatzsplit angegeben, der zeigt, dass die TECHNIA deutlich weniger Beratungserlöse erzielt und dementsprechend stärker auf die Softwareerlöse ausgerichtet ist.

KPIs TECHNIA (in Mio. SEK)	2019	2020	2021	2022
Umsatz	1272	1141	1227	1580
Umsatzwachstum yoy		-10,3%	7,5%	28,8%
davon organisch			5,0%	14,0%
EBITA	104	57	117	158
EBITA-Marge	8,2%	5,0%	9,5%	10,0%
EBIT	73	23	72	97
EBIT-Marge	5,7%	2,0%	5,9%	6,1%

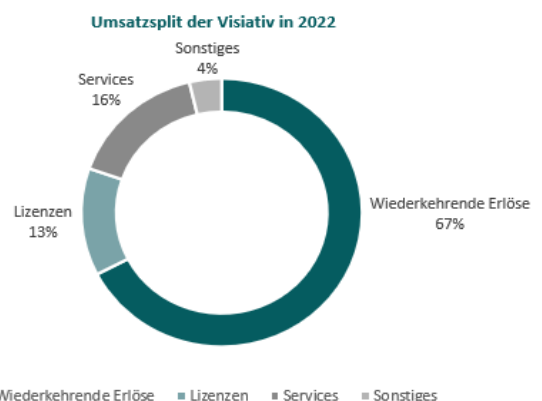


Quelle: Addnode Group

Visiativ

Die in Frankreich ansässige Visiativ ist ein führender VAR der Dassault-Produkte und bietet ebenso eine Reihe unterschiedlicher Softwareprodukte für diverse Industrien an. Das Unternehmen erzielt traditionell den Großteil seiner Umsätze in Frankreich (2022: 65%), ist aber auch in Deutschland und zahlreichen anderen Regionen der Welt aktiv. Visiativ verfolgt ebenso wie Addnode und CENIT eine Buy-and-Build-Strategie und hat im vergangenen Jahr auch eine Akquisition in Deutschland getätigt.

KPIs VISIATIV-Konzern (in Mio. Euro)	2019	2020	2021	2022
Umsatz	203,2	189,9	214,4	258,8
Umsatzwachstum yoy		-6,5%	12,9%	20,7%
EBITDA	18,6	14,3	22,1	28,4
EBITDA-Marge	9,2%	7,5%	10,3%	11,0%
EBIT	13,6	7,4	15,0	19,0
EBIT-Marge	6,7%	3,9%	7,0%	7,3%
VAR Division (in Mio. Euro)	2019	2020	2021	2022
Umsatz	126,2	116,2	138,4	n.a.
Umsatzwachstum yoy		-7,9%	19,1%	n.a.
EBITDA	8,1	4,2	9,4	n.a.
EBITDA-Marge	6,4%	3,7%	6,8%	n.a.



Unsere Peergroup bestätigt die gegenwärtige Unterbewertung von CENIT. So notiert die Aktie auf Basis der Kennziffer EV/EBITDA für 2023e mit einem Multiple von 7,0x und liegt damit deutlich unterhalb der Peergroup, die im Median mit einem Multiple von 9,1x bewertet ist. Auch auf Basis des 2025er EBITDAs lässt sich eine Unterbewertung der Aktie erkennen, wobei das Upside 26% beträgt.

Die Betrachtung der Kennzahl EV/EBITDA verdeutlicht gleichzeitig jedoch auch bestehendes Downside-Potenzial, wenn es CENIT nicht gelingt, margenseitig an seine historischen Niveaus bzw. an das der Peers aufzuschließen.

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV/EBITDA				EBITDA-Marge			
		2022	2023e	2024e	2025e	2022	2023e	2024e	2025e
Addnode Group AB (publ)	17.285,0	20,73	19,03	15,87	14,66	13,4%	12,2%	12,3%	12,7%
Visiativ SA	201,6	6,79	6,29	5,85	5,62	11,5%	11,4%	11,7%	11,5%
Mensch und Maschine S. SE	867,6	16,67	15,15	13,25	11,68	16,2%	17,7%	18,5%	19,2%
Cancom SE	740,1	7,06	5,68	4,69	4,29	8,1%	7,9%	8,0%	8,3%
Bechtle AG	5.046,2	10,79	10,24	9,48	8,83	7,8%	7,6%	7,6%	7,6%
KPS AG	125,3	5,79	9,71	6,13	5,59	12,1%	7,3%	10,9%	11,5%
Allgeier SE	479,9	7,80	6,92	5,90	5,36	12,8%	13,2%	13,7%	13,6%
adesso SE	979,2	10,54	9,71	7,86	6,87	10,3%	9,3%	10,4%	10,5%
GFT Technologies SE	752,3	8,74	7,57	6,79	5,92	11,8%	11,6%	11,5%	11,6%
audius SE	71,0	8,99	8,51	7,62	7,02	10,8%	10,2%	10,6%	10,7%
Median		8,87	9,11	7,21	6,39	11,6%	10,8%	11,2%	11,5%
CENIT AG	111,0	9,30	7,04	6,04	5,07	7,4%	8,7%	9,8%	11,1%
Potenzial/Differenz		-5%	29%	19%	26%	-4,2 PP	-2,1 PP	-1,4 PP	-0,4 PP
Fairer Wert je Aktie		12,80	17,30	16,00	16,90				

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

Auch auf Ebene des prognostizierten Free Cashflows, bei dem wir bereits den Abfluss von Leasingzahlungen berücksichtigen, ist die CENIT-Aktie unterbewertet. Mit einer erwarteten Cashflow-Rendite von 6,5% in 2023 ergibt sich ein Upside-Potenzial von 19,3% gegenüber der definierten Peergroup. Besonders attraktiv ist die von uns prognostizierte Cashflow-Rendite in 2025, die mit 9,6% deutlich über der der Peergroup i.H.v. 6,6% liegt und ein Kurspotenzial von 46,2% bzw. einen fairen Aktienkurs von 19,50 Euro je Aktie impliziert.

Unternehmen	EV (Mio. LW)	Free Cashflow-Yield			
		2022	2023e	2024e	2025e
Addnode Group AB (publ)	17.792,3	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Visiativ SA	201,2	3,9%	7,6%	8,7%	9,0%
Mensch und Maschine Softw. SE	849,3	3,5%	4,1%	4,6%	4,8%
Cancom SE	761,3	-2,2%	8,7%	7,7%	10,6%
Bechtle AG	4.983,2	4,1%	5,7%	5,3%	5,4%
KPS AG	126,0	12,3%	7,9%	8,8%	9,5%
Allgeier SE	464,5	5,1%	0,0%	0,0%	5,8%
adesso SE	988,3	0,6%	4,1%	4,9%	6,1%
GFT Technologies SE	766,5	2,6%	5,2%	6,2%	7,1%
audius SE	71,0	3,5%	7,7%	6,9%	7,7%
Median		3,5%	5,4%	5,7%	6,6%
CENIT AG	111,0	5,6%	6,5%	7,5%	9,6%
Potenzial/Differenz		59,6%	19,3%	29,9%	46,2%
Fairer Wert je Aktie		21,30	16,00	17,40	19,50

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die CENIT AG ist ein international tätiger Digitalisierungsspezialist rund um die Bereiche Product Lifecycle Management (PLM) und Enterprise Information Management (EIM). Als einer der weltweit größten Value Added Reseller des Softwareherstellers Dassault Systèmes bietet CENIT seinen Kunden im PLM-Bereich neben der Dassault-Software ganzheitliche Beratungsdienstleistungen, kundenspezifische Zusatzentwicklungen und die anschließende Applikationsbetreuung an. Darüber hinaus vertreibt das Unternehmen eigene Softwarelösungen, die beispielsweise die Verbindung der Dassault Systèmes- und SAP-Plattformen erlauben oder die digitale Planung von Fertigungsstraßen sowie Roboterprogrammierung ermöglichen.

Im Bereich EIM konzentriert sich CENIT auf die Dokumentenlogistik bzw. das Informationsmanagement und bietet u.a. die Software CENIT ECLISO an, die auf den Lösungen des langjährigen strategischen Partners IBM aufsetzt. Zudem unterstützt das Unternehmen seine Kunden beispielsweise mit umfangreichen Business Intelligence- und Predictive Analytics-Leistungen.

Key Facts

Ticker	CSH	Umsatz	162,2 Mio. Euro
Sektor	Software	EBIT	6,3 Mio. Euro
Mitarbeiter	861 (FTEs)	EBIT-Marge	3,9%
Kernkompetenz	Vollintegrierter Digitalisierungsspezialist mit Fokus auf die europäische Industrie mit Fremd- und Eigensoftware, Beratung und sonstigen Dienstleistungen entlang des gesamten Produktzyklus		
Standorte	Stuttgart (Hauptsitz) und 12 weitere in DE, Waterloo (BE), Suzhou (CH), 7 Niederlassungen in Frankreich, CD Houten (NL), Bukarest & Iasi (ROM), Effretikon & Yverdon-les-Bains (CH), Auburn Hills (USA)		
Kundenstruktur	Fokus auf Unternehmen aus der Automobil-, Fertigungs- und Aerospace-Industrie (kumuliert 71% in 2022)		

Quelle: Unternehmen, Montega

Stand: Geschäftsjahr 2022

Wesentliche Ereignisse der Unternehmenshistorie

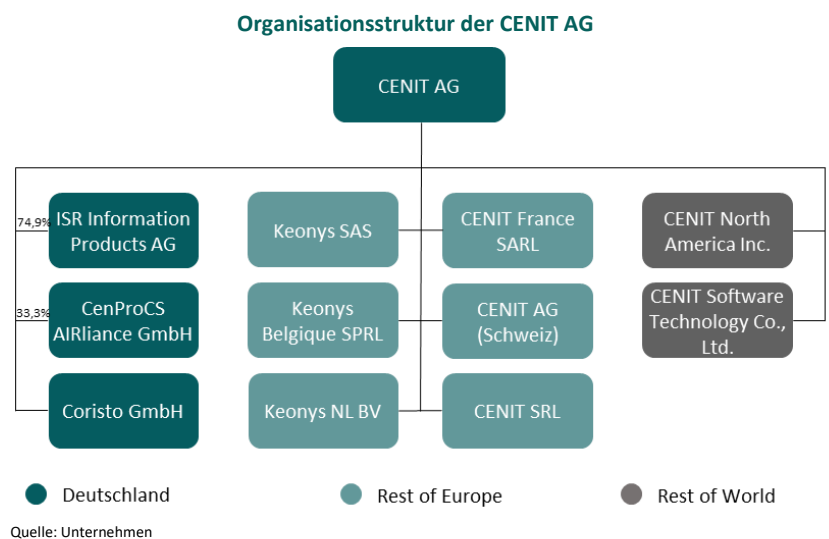
- 1988** Gründung des Unternehmens durch fünf ehemalige IBM-Mitarbeiter
- 1998** Börsengang am neuen Markt, Notiz an der Frankfurter Börse
- 2000** Markteintritt Schweiz und Gründung einer lokalen Tochtergesellschaft
- 2001** Einstieg in den nordamerikanischen Markt und Start der Airbus-Geschäftsbeziehung
- 2003** SAP-Partnerstatus und Wechsel in den Prime Standard der Deutschen Börse
- 2006** Einstieg in den rumänischen Markt
- 2007** Erschließung des französischen Marktes und Gründung des Joint Ventures CENProCS AIRliance mit zwei weiteren Software-Unternehmen, welches den gemeinsamen Großkunden Airbus bedient
- 2011** Gründung der japanischen Tochtergesellschaft CENIT Japan
- 2017** CENIT steigt durch Akquisition von Keonys zum weltweit größten Dassault Systèmes-Partner auf
- 2020** Einstieg des aktuellen Großaktionärs PRIMEPULSE SE
- 2021** Einstieg in den chinesischen Markt und Gründung von CENIT China

2022 Managementwechsel (CEO zum Januar, CFO zum Oktober)

2023 Verkauf der japanischen Gesellschaft und Abschluss eines Master Reselling-Vertrags mit Argo Graphics für die FASTSUITE Software

Organisationsstruktur

In der Organisationsstruktur des Konzerns fungiert die in Stuttgart ansässige CENIT AG als Dachgesellschaft. Daneben werden insgesamt acht weitere Landesgesellschaften betrieben, die überwiegend zur Steuerung des jeweiligen nationalen Geschäfts dienen. Die zwei verbleibenden Unternehmen mit Sitz in Deutschland befinden sich nur anteilig im Besitz von CENIT, wobei die CenProCS nur als JV-Vehikel dient und keine Umsätze bzw. Gewinne verzeichnet. Den Erwerb aller ausstehenden Anteile der ISR hat CENIT durch vereinbarte Long Call und Short Put Optionen gesichert.



Geschäftsmodell und Segmentbetrachtung

CENIT klassifiziert seine Geschäftstätigkeit in die Segmente Product Lifecycle Management und Enterprise Information Management.

1.) Segment Product Lifecycle Management (Umsatzanteil 2022: 83%)

Ein PLM-System bildet das digitale Herz eines Industrieunternehmens und dient von der Produktentstehung über die Fertigung bis hin zum Recycling als zentrale Quelle für sämtliche produktbezogenen Daten. Daneben ermöglicht die Software das virtuelle Designen bzw. Konstruieren von Produkten, bevor diese physisch gebaut werden. Darüber hinaus können umfangreiche realitätsgetreue virtuelle Simulationen durchgeführt werden, um beispielsweise bestimmte Produkteigenschaften auch ohne den Bau physischer Prototypen zu testen.

Die Geschäftsaktivitäten im **PLM-Segment** untergliedert CENIT in die folgenden vier Bereiche:

- **3DS Solutions (Segmentanteil MONE: 75%):** Mit einem Umsatzvolumen von rund 100 Mio. Euro in 2022 stellt dieser Geschäftsbereich die umsatzstärkste Business Unit des Konzerns dar und bündelt sämtliche Leistungen rund um die Software des strategischen Partners Dassault Systèmes, dem Weltmarktführer im Bereich der 3D- und Product Lifecycle Management-Lösungen. Als Value Added Reseller hat sich CENIT als ganzheitlicher Digitalisierungspartner positioniert. Zu den Kunden CENITs zählen unter anderem BMW, Airbus, Mercedes Benz, MTU Aero Engines und Liebherr.
- **SAP-PLM (Segmentanteil MONE: 11%):** Neben dem Dassault-Geschäft verfügt CENIT über eine strategische Partnerschaft mit SAP und hat u.a. eine eigene Softwarelösung für die Verbindung der Plattform-Welten von Dassault Systèmes und SAP geschaffen. Durch die Verknüpfung der beiden Systeme und den permanenten Abgleich der Daten

werden Inkonsistenzen und deren Ursachen unmittelbar ersichtlich, sodass eine Prozess- und Datenkontinuität der Systeme geschaffen wird. Da eine fehlerfreie hochqualitative Datenbasis als Voraussetzung einer modernen, (teil-)automatisierten Fabrik gilt und die adressierten Fertigungsunternehmen überwiegend mit dem ERP-System SAP arbeiten, stellen die SAP-PLM-Lösungen eine wichtige Ergänzung zum 3D Solutions-Segment dar. Hierbei ist zu betonen, dass weder Dassault noch SAP vergleichbare Produkte anbieten. Vielmehr ist CENIT nach eigenen Angaben das weltweit einzige Unternehmen, das mit seinen Lösungen auf den Preislisten beider Softwarepartner vertreten ist. Neben der bloßen Software übernimmt CENIT für seine Kunden ebenso die Integration und Schulung der Mitarbeiter rund um die Softwarelösungen durch.

- **Digital Factory Solutions (Segmentanteil MONE: 8%):** Das Geschäftsfeld DFS umfasst die 3D-Simulationsplattform FASTSUITE und ganzheitliche Beratungsdienstleistungen rund um die eigene Software, welche die virtuelle Simulation von Fertigungsprozessen und Produktionssystemen (sogenannter digitaler Zwilling) sowie die herstellerunabhängige Offline-Programmierung von Industrierobotern ermöglicht. Dadurch können Unternehmen bereits vor dem physischen Bau der Produktionsanlagen unterschiedliche Anordnungen der Roboter testen, Kollisionen dergleichen im Voraus erkennen bzw. vermeiden sowie etwaige Fehler im Fertigungsprozess durch die virtuelle Inbetriebnahme der gesamten Fabrikanlage identifizieren.

Benutzeroberfläche FASTSUITE



Quelle: Unternehmen

- **Digital Business Services (Segmentanteil MONE: 6%):** Da die hochkomplexe PLM-Software die B2B-Kunden auch nach der Implementierung und initialen Schulung weiter vor Herausforderungen stellt und IT-Ressourcen benötigt, bietet CENIT eine fortlaufende Betreuung an. Diese Application Managed Services (AMS) umfassen sowohl den Betrieb, die Wartung und die fachliche Unterstützung der Auftraggeber. Der größte Kunde im Bereich DBS ist Airbus, für den CENIT u.a. die weltweite Betreuung der PLM-Systeme als globaler AMS-Partner übernimmt.

2.) Segment Enterprise Information Management (Umsatzanteil 2022: 17%)

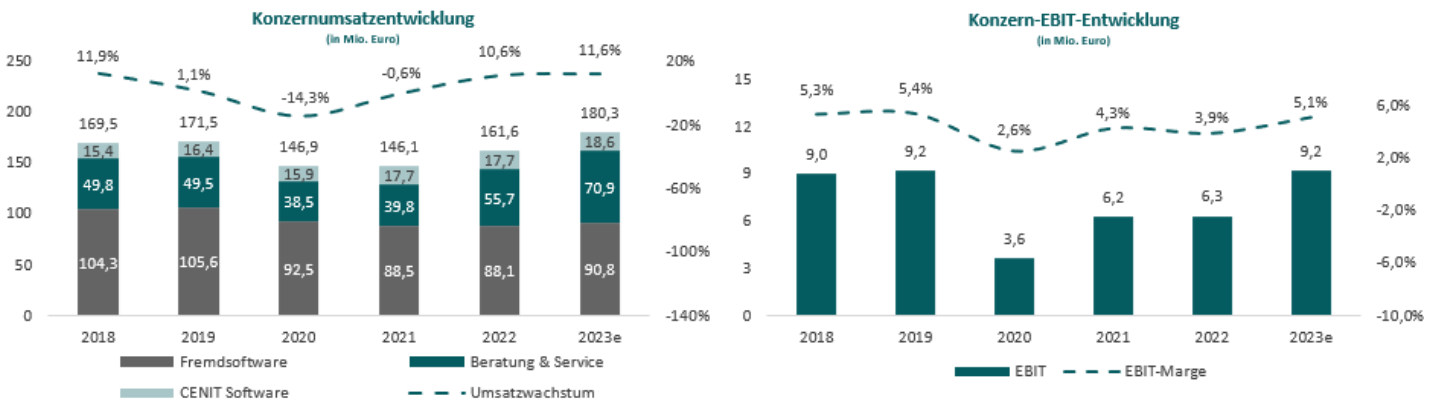
Das umsatztechnisch deutlich kleinere Segment Enterprise Information Management (EIM) bündelt die Aktivitäten rund um die Dokumentenlogistik und das Informationsmanagement. Grundsätzlich ermöglicht ein EIM-System die unternehmensweite, ganzheitliche Verwaltung von strukturierten bzw. unstrukturierten Informationen und ist dabei gänzlich unabhängig von Format, System, Autor oder Gerät. Diese Möglichkeit der zentralen Informationsbündelung gewinnt nicht nur angesichts stetig steigender Datenmengen an Bedeutung, sondern bildet ebenso die Grundlage für die anschließende systematische Analyse der Informationen (Business Intelligence). Als einer der führenden IBM-Partner Europas fokussiert sich CENIT hierbei insbesondere auf die Standardsoftware FileNet, auf der das Flagship-

EIM-Produkt CENIT ECLISO basiert. Insgesamt wurden in 2022 etwa 30% der Segmenterlöse mit Softwarelizenzen und ca. 70% mit Service- und Beratungsdienstleistungen rund um das Dokumenten- und Prozessmanagement, die Kundenkommunikation sowie die Datenanalyse erwirtschaftet.

3DS SOLUTIONS	SAP SOLUTIONS	DIGITAL FACTORY SOLUTIONS	ENTERPRISE INFORMATION MGMT	DIGITAL BUSINESS SERVICES
<ul style="list-style-type: none"> Führender internationaler #1 Partner von Dassault Systèmes für die 3DEXPERIENCE Plattform und Nummer 1 Partner für Cloud-Lösungen Ganzheitlicher Berater und Integrator für den gesamten Produktlebenszyklus 	<ul style="list-style-type: none"> #SAP-Partner Nr. 1 für den Design-to-Operate-Prozess Systemintegrator für nahtlose Geschäftsprozesse auf Basis der Plattformen von Dassault Systèmes und SAP 	<ul style="list-style-type: none"> Anbieter von CENIT FASTSUITE E2, einer führenden 3D-Simulationsplattform für digitale Zwillinge von Fertigungsanlagen Konzeption und Implementierung von Digitalen Fabriklösungen und Beratungsdienstleistungen 	<ul style="list-style-type: none"> Erfahrener Experte für Dokumenten- und Informationslogistik Strategischer IBM Platinum Business Partner 	<ul style="list-style-type: none"> Langjähriger AMS-Partner der Airbus-Gruppe weltweit Experte für Sourcing und Application Managed Services (AMS) zur Verbesserung der operativen Exzellenz unserer Kunden

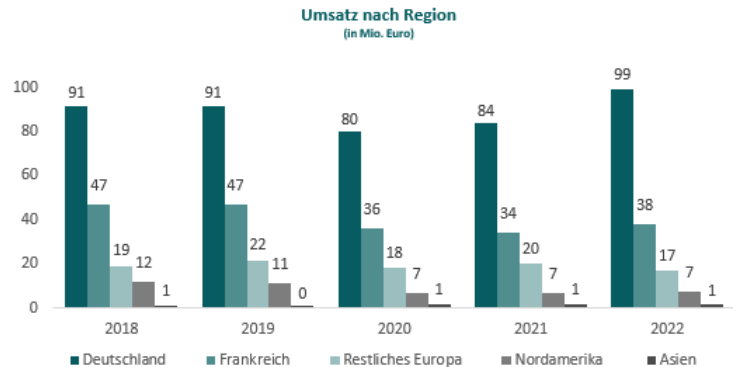
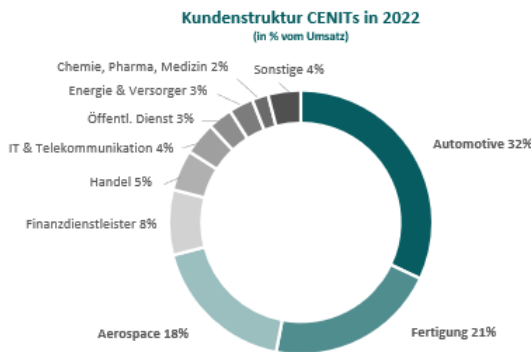
Quelle: Unternehmen

Auf Ebene der Leistungsarten erwirtschaftete CENIT 2022 rund 55% seiner Erlöse mit dem Verkauf von Fremdsoftware, 34% mit Beratungs- und Servicedienstleistungen und 11% mit eigenen Softwareprodukten. Nachdem die Erlöse coronabedingt (u.a. Streichung bzw. Kürzung von IT-Budgets) zurückgingen, erwarten wir in 2023 mit 180,3 Mio. Euro einen Umsatzrekord, der teilweise auf die getätigten Zukäufe in 2022 und 2023 zurückzuführen ist. Auch auf Ergebnisebene verzeichnete CENIT während der Coronakrise deutliche Rückgänge und befindet sich derzeit in einer Reorganisation, die u.a. ein Effizienzprogramm umfasst. Für 2023 erwarten wir ein deutlich steigendes EBIT i.H.v. 9,2 Mio. Euro.



Quelle: Unternehmen, Montega

Absatzregionen und Kundenstruktur



Quelle: Unternehmen

CENIT ist mit über 28 Standorten in acht Ländern für mehr als 6.000 Kunden aktiv. Regional betrachtet ist Deutschland mit einem Umsatzanteil von 61% der wichtigste Absatzmarkt des Unternehmens und gewann in den letzten Jahren zunehmend an Bedeutung. Durch die Mitte 2017 getätigte Akquisition des französischen Wettbewerbers Keonys erzielt das Unternehmen rund 23% seiner Umsätze in Frankreich. Weitere wesentliche Märkte stellen die Schweiz (5%) und Nordamerika (4%) dar, deren Bedeutung jedoch in den letzten Jahren abgenommen hat.

In Bezug auf die Kundenstruktur dominieren klassische Industrieunternehmen der Branchen Automotive, Aerospace und Fertigung, die für 71% der Umsätze stehen. Die EIM-Lösungen CENITs finden dagegen vorzugsweise in der Finanzbranche, dem Handel oder bei Versorgern Anwendung.

M&A-Historie

In der Vergangenheit hat CENIT überwiegend kleine Übernahmen getätigt, um das eigene Produktportfolio oder die eigene geografische Präsenz zu erweitern. Die einzige Ausnahme bildete bis 2022 die wegweisende Akquisition der Keonys-Gruppe, durch die CENIT nach eigenen Angaben zum weltweit größten Partner von Dassault Systèmes aufstieg. In Einklang mit der Unternehmensstrategie wurde Anfang 2022 die, gemessen am Kaufpreis, größte Übernahme in der Konzerngeschichte vollzogen, welche die Basis für das avisierte Wachstum im Segment EIM legen soll. Kurz- und mittelfristig ist gemäß Unternehmensstrategie mit weiteren Zukäufen zu rechnen, um die ambitionierten Mittelfristziele zu erreichen.

Akquisition	Datum	Kaufpreis	Anteil
CAD Scheffler GmbH	27.12.2007	1,895 Mio. Euro	100,00%
Die CAD Scheffler GmbH hat sich als Anbieter von PLM-Systemlösungen auf die Software von Dassault Systèmes spezialisiert. Das Unternehmen erwirtschaftete 2008 ca. 2,4 Mio. Euro Umsatz bei einem EBIT von 0,3 Mio. Euro.			
conunit GmbH	01.07.2010	2,682 Mio. Euro	100,00%
Die conunit GmbH erbringt Services im Bereich Business Optimization & Analytics und erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2010 einen Umsatz von 4,0 Mio. Euro bei einem leicht negativen EBIT in Höhe von -0,151 Mio. Euro.			
Transcat PLM AG	16.05.2011	1,035 Mio. Euro	100,00%
Die Übernahme der Dassault Systèmes-Tochter Transcat wurde 2011 zur Stärkung des PLM-Segments vollzogen. Das Unternehmen erzielte im Jahr 2011 Erlöse von 5,5 Mio. Euro bei einem positiven Ergebnis.			

SPI Numérique SARL	06.03.2014	0,574 Mio. Euro	100,00%
---------------------------	-------------------	------------------------	----------------

Mit der Übernahme des französischen Softwareunternehmens und Dassault Systèmes Partner SPI Numérique konnte CENIT seine lokale Marktpräsenz weiter stärken und das Produktportfolio um die unternehmenseigene Software cenitSPIN erweitern.

Coristo GmbH	01.01.2016	0,351 Mio. Euro	51,00%
---------------------	-------------------	------------------------	---------------

Die Coristo GmbH ist ein führendes Beratungsunternehmen im Bereich SAP Produktstruktur Management. Im Mai 2022 erwarb die CENIT-Gruppe die verbleibenden 49% der Anteile und vollzog hierdurch die vollständige Übernahme des Unternehmens.

Keonys S.A.S	01.07.2017	6,278 Mio. Euro	100,00%
---------------------	-------------------	------------------------	----------------

Das französische Softwarehaus Keonys ist mit rund 160 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz von ca. 56 Mio. Euro in 2017 einer der größten Integratoren und Reseller der Dassault Systèmes-Lösungen. Durch die Akquisition steigt CENIT seinerseits zum weltweit größten Value Added Reseller des französischen PLM-Anbieters und europäischem Marktführer für Product Lifecycle Management-Software auf.

SynOpt GmbH	01.07.2017	-0,152 Mio. Euro	55,00%
--------------------	-------------------	-------------------------	---------------

Die SynOpt GmbH ist auf Simulationen im Bereich der Strukturanalyse, Zerspannung und Metallumformung spezialisiert und setzt hierbei technologisch auf die Lösungen von Dassault Systèmes und der Scientific Forming Technologies Corporation. Die ersten 55% der Anteile wurden zu einem Preis unterhalb der liquiden Mittel erworben. Zum 1. Januar 2020 erwarb die CENIT-Gruppe die restlichen 45% der Anteile für 0,2 Mio. Euro.

ISR Information Products AG	03.04.2022	26,33 Mio. Euro	74,90%
------------------------------------	-------------------	------------------------	---------------

Mit der Akquisition der ISR verstärkt CENIT den Geschäftsbereich Dokumenten- und Informationsmanagement erheblich. Das Unternehmen beschäftigt knapp 200 Mitarbeiter und verfügt über sechs Standorte in Deutschland. In 2021 erzielte ISR einen Umsatz von 22,8 Mio. Euro bei einem EBIT von 3,2 Mio. Euro. CENIT verfügt über Vorkaufsrechte und Kaufoptionen, die eine Aufstockung auf 100% der Anteile erlauben.

Magic Engineering SRL	H2/2022	0,65 Mio. Euro	Asset Deal
------------------------------	----------------	-----------------------	-------------------

Durch die Übernahme der auf PLM-Lösungen spezialisierten Gesellschaft Magic Engineering weitet CENIT seine regionale Präsenz weiter aus. Hierbei gewinnt das Unternehmen zwei Standorte und diverse Kunden in Rumänien hinzu.

mip Management Informations Partner GmbH	01.01.2023	1,732 Mio. Euro	100,00%
---	-------------------	------------------------	----------------

Die mip GmbH ist ein im DACH-Raum tätiger Spezialist in den Bereichen Datenmanagement und -analyse, Softwareentwicklung sowie Betrieb von IT-Infrastruktur und Applikationen. mip fokussiert sich hierbei primär auf IBM-Lösungen, beschäftigt rund 30 Mitarbeiter und erwirtschaftet einen Jahresumsatz von ca. 3,5 Mio. Euro. Neben dem bereits gezahlten Kaufpreis i.H.v. 1,732 Mio. Euro besteht eine variable Earn Out-Vereinbarung deren Höhe wir auf ca. 0,6 Mio. Euro schätzen.

Quelle: Unternehmen, Montega

Management

Das Unternehmen wird derzeit von einem zweiköpfigen Vorstandsteam geleitet.



Peter Schneck (CEO) ist seit Oktober 2021 Mitglied des Vorstands der CENIT-Gruppe und übernahm ab Januar 2022 den Posten des CEOs. Neben dem weltweiten operativen Geschäft verantwortet er die Bereiche Investor Relations und Marketing. Nach seinem Jurastudium sammelte Schneck umfangreiche (Management-)Erfahrung in mehreren international agierenden Softwareunternehmen und erwarb parallel einen MBA-Abschluss. Zu seinen jüngsten beruflichen Stationen zählt seine Tätigkeit als CEO der zu Constellation Software gehörenden Trapeze Group, wobei er zeitgleich die Funktion des Portfolio Leaders übernahm und für diverse M&A-Transaktionen einer Business Unit des kanadischen Unternehmens verantwortlich war. Nach seiner Tätigkeit bei Constellation Software arbeitete Schneck als CFO der DATAGROUP SE, wo er ebenso das M&A-Ressort steuerte und mehrere Übernahmen begleitete.

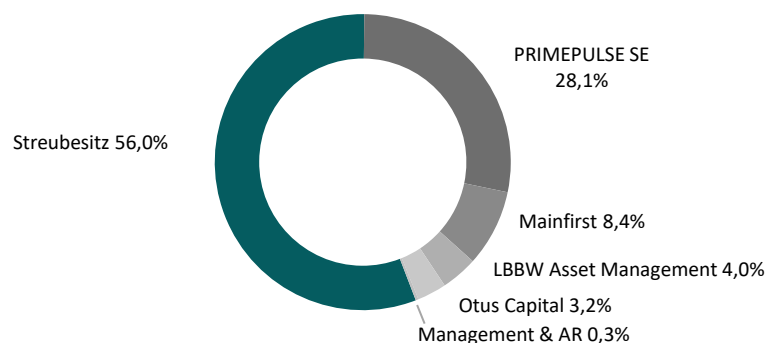


Axelle Mazé (CFO) stieß bereits 2017 im Zuge der Übernahme des französischen Unternehmens Keonys zur CENIT-Gruppe, für das sie seit 2015 als Finanzchefin tätig war. Die diplomierte Finanzexpertin verfügt insgesamt über eine mehr als 20-jährige Erfahrung in der CFO-Funktion international agierender Unternehmen und wurde im Juli 2020 in das internationale Leadership Team CENITs berufen. Zeitgleich wurde Frau Mazé zusätzlich zu ihrer Keonys-CFO-Rolle zum M&A-Officer ernannt und trug in dieser Doppelfunktion maßgeblich zu den getätigten Akquisitionen der CENIT-Gruppe bei, ehe Sie im Oktober 2022 in den Vorstand des Unternehmens berufen wurde.

Aktionärsstruktur

Die CENIT AG hat 8.367.758 Inhaberaktien ausgegeben. Größter Einzelaktionär ist mit 28,1% die PRIMEPULSE SE. Darüber hinaus hält die Fondsboutique Mainfirst 8,4% und Otus Capital 3,2% der Anteile. Auf die LLBW Asset Management entfallen weitere 4,0% der Aktien, während Vorstände und Aufsichtsräte insgesamt 0,3% halten. Die verbleibenden 56% befinden sich im Streubesitz.

Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) CENIT AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	142,1	146,1	162,2	180,3	188,4	196,8
Herstellungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoergebnis	142,1	146,1	162,2	180,3	188,4	196,8
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertriebskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verwaltungskosten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	142,1	146,1	162,2	180,3	188,4	196,8
Materialaufwand	70,3	68,6	71,5	73,3	75,8	78,4
Rohhertrag	71,9	77,5	90,6	107,1	112,6	118,3
Personalaufwendungen	54,8	59,7	67,3	78,6	81,0	83,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,3	8,9	12,6	14,0	14,5	14,8
Sonstige betriebliche Erträge	1,2	2,3	1,4	1,3	1,3	1,3
EBITDA	9,6	11,3	11,9	15,8	18,4	21,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,4	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8
EBITA	5,2	7,2	7,7	11,3	13,7	17,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,6	1,0	1,4	2,1	2,1	2,1
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,6	6,2	6,3	9,2	11,6	15,0
Finanzergebnis	-0,2	0,3	2,9	-0,9	-0,9	-0,9
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	3,4	6,5	9,2	8,3	10,8	14,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,4	6,5	9,2	8,3	10,8	14,1
EE-Steuern	1,1	2,2	2,6	2,5	3,2	4,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,3	4,4	6,6	5,8	7,5	9,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,3	4,4	6,6	5,8	7,5	9,9
Anteile Dritter	0,0	0,1	0,3	0,5	0,6	0,6
Jahresüberschuss	2,3	4,3	6,3	5,3	7,0	9,3

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) CENIT AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	49,4%	47,0%	44,1%	40,6%	40,2%	39,9%
Rohhertrag	50,6%	53,0%	55,9%	59,4%	59,8%	60,1%
Personalaufwendungen	38,6%	40,9%	41,5%	43,6%	43,0%	42,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,8%	6,1%	7,8%	7,8%	7,7%	7,5%
Sonstige betriebliche Erträge	0,8%	1,6%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%
EBITDA	6,8%	7,7%	7,4%	8,7%	9,8%	11,1%
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1%	2,8%	2,6%	2,5%	2,5%	2,4%
EBITA	3,7%	4,9%	4,7%	6,2%	7,3%	8,7%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1%	0,7%	0,8%	1,2%	1,1%	1,1%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	2,6%	4,3%	3,9%	5,1%	6,2%	7,6%
Finanzergebnis	-0,1%	0,2%	1,8%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	2,4%	4,5%	5,7%	4,6%	5,7%	7,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	2,4%	4,5%	5,7%	4,6%	5,7%	7,2%
EE-Steuern	0,8%	1,5%	1,6%	1,4%	1,7%	2,2%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,6%	3,0%	4,1%	3,2%	4,0%	5,0%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,6%	3,0%	4,1%	3,2%	4,0%	5,0%
Anteile Dritter	0,0%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%
Jahresüberschuss	1,6%	2,9%	3,9%	2,9%	3,7%	4,7%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) CENIT AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	11,1	10,3	37,6	38,7	37,2	35,8
Sachanlagen	13,7	11,9	13,4	13,0	13,5	14,0
Finanzanlagen	2,6	3,2	10,0	8,9	8,9	8,9
Anlagevermögen	27,3	25,4	61,0	60,6	59,6	58,7
Vorräte	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,6	24,7	26,0	27,2	28,4	29,6
Liquide Mittel	26,1	26,4	19,9	21,0	22,4	24,1
Sonstige Vermögensgegenstände	15,5	16,3	20,0	20,2	21,4	22,6
Umlaufvermögen	56,1	67,4	66,0	68,4	72,2	76,3
Bilanzsumme	83,4	92,8	127,0	129,0	131,8	135,0
PASSIVA						
Eigenkapital	42,1	42,9	42,8	45,2	45,9	46,8
Anteile Dritter	0,7	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Rückstellungen	2,8	2,0	1,5	1,5	1,5	1,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,0	10,6	32,8	31,1	31,1	31,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,3	6,0	11,2	9,9	10,3	10,8
Sonstige Verbindlichkeiten	22,7	30,5	36,8	39,4	41,1	42,9
Verbindlichkeiten	40,7	49,2	82,3	81,8	83,9	86,2
Bilanzsumme	83,4	92,8	127,0	129,0	131,8	135,0

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) CENIT AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	13,3%	11,1%	29,6%	30,0%	28,2%	26,5%
Sachanlagen	16,4%	12,8%	10,5%	10,1%	10,2%	10,4%
Finanzanlagen	3,1%	3,5%	7,9%	6,9%	6,8%	6,6%
Anlagevermögen	32,8%	27,4%	48,0%	47,0%	45,2%	43,5%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	17,5%	26,6%	20,5%	21,1%	21,5%	21,9%
Liquide Mittel	31,2%	28,4%	15,7%	16,3%	17,0%	17,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	18,6%	17,6%	15,7%	15,7%	16,2%	16,7%
Umlaufvermögen	67,3%	72,6%	52,0%	53,1%	54,8%	56,5%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	50,4%	46,2%	33,7%	35,1%	34,9%	34,7%
Anteile Dritter	0,8%	0,8%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%
Rückstellungen	3,4%	2,1%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,4%	11,4%	25,9%	24,1%	23,6%	23,0%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,9%	6,5%	8,8%	7,7%	7,8%	8,0%
Sonstige Verbindlichkeiten	27,2%	32,9%	29,0%	30,5%	31,2%	31,8%
Verbindlichkeiten	48,8%	53,0%	64,8%	63,4%	63,7%	63,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

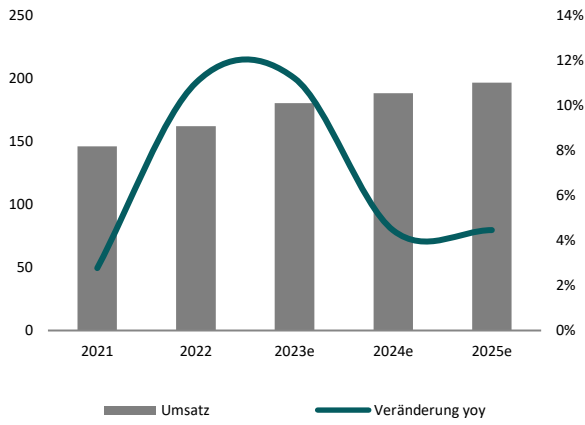
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) CENIT AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,3	4,4	6,6	5,8	7,5	9,9
Abschreibung Anlagevermögen	4,4	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,6	1,0	1,4	2,1	2,1	2,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,5	6,4	-3,9	1,2	0,7	0,7
Cash Flow	8,9	15,6	7,7	13,6	14,9	17,4
Veränderung Working Capital	3,4	-7,4	3,7	-0,5	-0,3	-0,1
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	12,3	8,2	11,5	13,0	14,6	17,3
CAPEX	-4,3	-3,9	-4,9	-5,6	-5,8	-6,0
Sonstiges	-0,1	-0,2	-27,9	0,8	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,4	-4,2	-32,8	-4,8	-5,8	-6,0
Dividendenzahlung	0,0	-3,9	-6,3	-4,2	-6,3	-8,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	21,4	-1,8	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	0,0	-0,5	-1,2	-1,2	-1,3
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,2	-3,9	14,6	-7,1	-7,5	-9,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	7,7	0,1	-6,8	1,1	1,4	1,7
Endbestand liquide Mittel	26,1	26,4	19,9	21,0	22,4	24,1

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

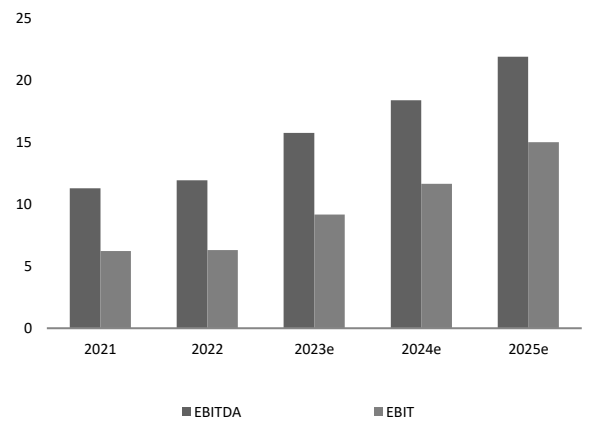
Kennzahlen CENIT AG	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ertragsmargen						
Bruttomarge (%)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Rohertragsmarge (%)	50,6%	53,0%	55,9%	59,4%	59,8%	60,1%
EBITDA-Marge (%)	6,8%	7,7%	7,4%	8,7%	9,8%	11,1%
EBIT-Marge (%)	2,6%	4,3%	3,9%	5,1%	6,2%	7,6%
EBT-Marge (%)	2,4%	4,5%	5,7%	4,6%	5,7%	7,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	1,6%	3,0%	4,1%	3,2%	4,0%	5,0%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	10,6%	20,9%	14,3%	15,7%	20,2%	26,3%
ROE (%)	5,7%	10,0%	14,4%	11,8%	14,8%	19,4%
ROA (%)	2,8%	4,6%	4,9%	4,1%	5,3%	6,9%
Solvanz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	-12,5	-14,3	13,8	10,9	9,5	7,8
Net Debt / EBITDA	-1,3	-1,3	1,2	0,7	0,5	0,4
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,3	-0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	8,0	4,3	6,6	7,4	8,9	11,3
Capex / Umsatz (%)	3%	3%	3%	2%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	9%	7%	7%	6%	6%	6%
Bewertung						
EV/Umsatz	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	11,6	9,8	9,3	7,0	6,0	5,1
EV/EBIT	30,6	17,8	17,6	12,1	9,5	7,4
EV/FCF	13,9	25,8	16,9	14,9	12,5	9,8
KGV	47,9	26,3	17,9	21,3	16,1	12,1
KBV	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4
Dividendenrendite	3,5%	5,6%	3,7%	5,6%	7,5%	9,3%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

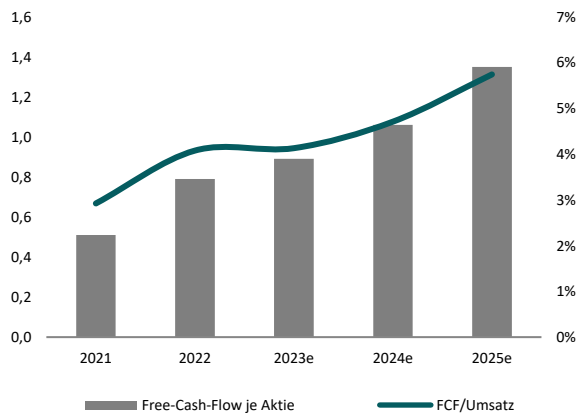
Umsatzentwicklung



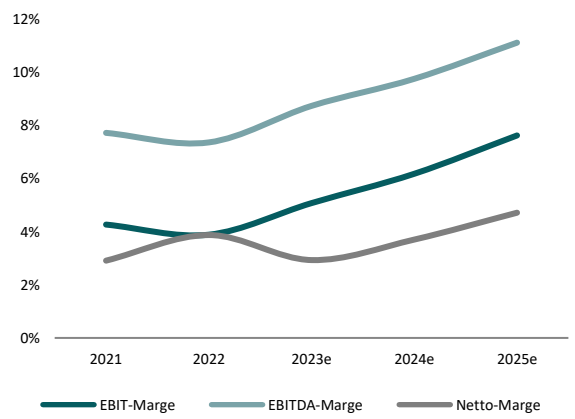
Ergebnisentwicklung



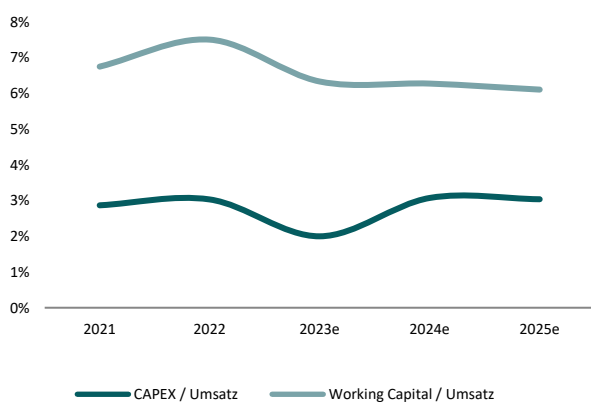
Free-Cash-Flow Entwicklung



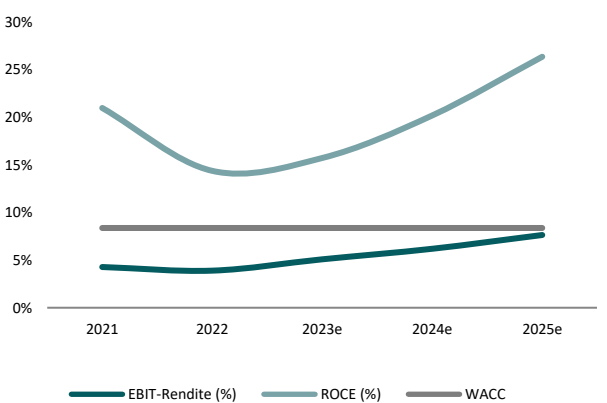
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Erklärung gemäß § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 (Stand: 12.06.2023): Montega hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert. Ein mit Montega verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Informationsquellen: Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 12.06.2023): Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108 und Marie-Curie-Str. 24-28
53117 Bonn 60439 Frankfurt

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de
Tel: +49 40 4 1111 37 80

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	12.06.2023	13,40	20,00	+49%
