



Researchstudie (Anno)

CENIT AG

cenit

**Umsatz und Ergebnis im Rahmen der Erwartungen
CENIT 2025 bestätigt und weiteres Wachstum für 2024 erwartet
Akquisitionen sollen in Kürze erfolgen**

Kursziel: 20,55 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 10.04.2024 (15:20 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 11.04.2024 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

CENIT AG*5a,6a,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 20,55 €
(bisher: 20,90 €)

Aktueller Kurs: 12,80
10.04.2024 / XETRA /
10:24 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
WKN: 540710
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
Marketcap³: 107,11
Enterprise Value³: 126,05
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 54,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 893 (31.12.2023)

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Peter Schneck, Axel Otto



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM) und Application Management Services (AMS) seit über 33 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 26 Standorten in neun Ländern mit über 890 Mitarbeitern vertreten. Diese arbeiten unter anderem für Kunden aus den Branchen Automobil, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Werkzeug- und Formenbau, Finanzdienstleistungen, Handel und Konsumgüter.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	184,72	200,42	216,45	233,77
EBITDA	16,41	19,60	22,57	25,36
EBIT	9,22	12,01	15,17	18,06
Jahresüberschuss	4,50	5,99	8,13	10,20

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,54	0,72	0,97	1,22
Dividende je Aktie	0,04	0,10	0,25	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,68	0,63	0,58	0,54
EV/EBITDA	7,68	6,43	5,59	4,97
EV/EBIT	13,67	10,50	8,31	6,98
KGV	23,82	17,88	13,17	10,51
KBV	2,38			

Finanztermine

14.05.2024: Q1-Bericht 2024
06.06.2024: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.01.2024: RS / 20,90 / KAUFEN
03.11.2023: RS / 20,90 / KAUFEN
03.08.2023: RS / 21,00 / KAUFEN
11.07.2023: RS / 19,75 / KAUFEN
12.05.2023: RS / 19,75 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Gesamtjahresumsatz von 184,72 Mio. € (VJ: 162,15 Mio. €) hat die CENIT AG sowohl die eigene Guidance (ca. 180 Mio. €) als auch unsere bisherigen Schätzungen (181,61 Mio. €) leicht übertroffen. Dabei profitierte die Gesellschaft insbesondere von der hohen M&A Aktivität der vergangenen Geschäftsjahre, die sich auch im Geschäftsjahr 2023 mit der Akquisition von drei neuen Gesellschaften fortsetzte. Die neuen Gesellschaften trugen erstmals mit 7,84 Mio. € zum Gesamtumsatz bei, so dass das anorganische Wachstum 4,8 % von der gesamten Umsatzsteigerung in Höhe von 13,9 % ausgemacht hat. Aber auch das organische Wachstum in Höhe von 9,1 % profitierte unter anderem von einem Basiseffekt, da die im Geschäftsjahr 2022 erworbene ISR im Jahr 2023 erstmals ganzjährig enthalten war.
- Da die neuen Gesellschaften, hier insbesondere die umsatzstärkste ISR, ihre Umsätze überwiegend im Bereich Beratung und Dienstleistungen generieren, stiegen die Beratungsumsätze besonders stark um 33,5 % auf 74,38 Mio. € (VJ: 55,72 Mio. €). Parallel dazu stieg der Umsatz mit Fremdsoftware um 5,2 % auf 92,70 Mio. € (VJ: 88,14 Mio. €). Der Umsatz mit eigener Software ging hingegen leicht auf 16,79 Mio. € (VJ: 17,71 Mio. €) zurück, was im Wesentlichen auf die laufende Transformation hin zu SaaS-Umsätzen zurückzuführen ist. Am Ende der Transformation wird eine bessere Planbarkeit der Umsätze stehen, die bei der CENIT AG mit einem wiederkehrenden Umsatzanteil von 53,5 % bereits jetzt gegeben ist.
- Der starke Umsatzanstieg spiegelt sich auch in einer deutlichen Verbesserung des EBIT auf 9,22 Mio. € (VJ: 6,31 Mio. €) wider. Dieses wäre sogar noch höher ausgefallen, dem standen jedoch M&A-bedingte Sonderaufwendungen (0,64 Mio. €) sowie erhöhte PPA-Abschreibungen gegenüber. Darüber hinaus ist der Personalaufwand akquisitionsbedingt, aber auch aufgrund von Gehaltssteigerungen und Inflationsausgleichszahlungen stark angestiegen. Trotz des gestiegenen EBIT lag das Ergebnis nach Steuern mit 4,50 Mio. € (VJ: 6,28 Mio. €) unter dem Vorjahreswert. Dies ist vor allem auf den höheren Zinsaufwand zurückzuführen. Zum einen stiegen die ausstehenden Bankverbindlichkeiten auch in Vorbereitung auf das anorganische Wachstum deutlich an. Zum anderen enthielt das Finanzergebnis Abschreibungen auf Finanzinstrumente.
- Der Vorstand der CENIT erwartet für das laufende Geschäftsjahr 2024 einen Umsatzanstieg in einer Bandbreite von 195 - 202 Mio. € und rechnet mit einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 6,0% (VJ: 5,0%). Gleichzeitig wurde die Planung „CENIT 2025“ bestätigt, wonach bis zum Jahr 2025 eine Steigerung des Gesamtumsatzes auf 300 Mio. € und eine Steigerung der EBIT-Marge auf mindestens 8 % erreicht werden soll. Dazu sollen jährlich zwei bis drei Akquisitionen getätigt werden. Obwohl sich das Unternehmen in fortgeschrittenen Verhandlungen über eine Akquisition befindet, haben wir diese noch nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt. Wir erwarten daher für das laufende Geschäftsjahr 2024 einen Umsatz von 200,42 Mio. € und ein EBIT von 12,01 Mio. €. Allein durch die ganzjährige Einbeziehung der in 2023 erworbenen Gesellschaften sollte dieses Wachstum erreicht werden. Für die Folgejahre prognostizieren wir ein Umsatzwachstum von jeweils 8,0 % und erwarten eine sukzessive Steigerung der EBIT-Marge. Aufgrund des fehlenden anorganischen Wachstums in unseren Planungen liegt diese jedoch unter den Erwartungen von „CENIT 2025“.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 20,55 € (bisher: 20,90 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

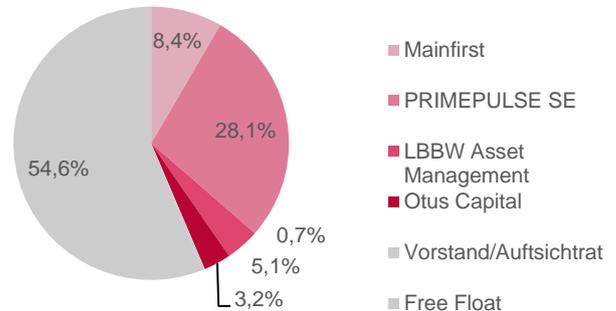
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Produktsegmente	4
PLM (Product Lifecycle Management)	4
EIM (Enterprise Information Management)	5
Umsetzung der M&A-Strategie	5
Markt und Marktumfeld	6
Entwicklung ITK-Branche in Deutschland	6
Kundenbranchen im Fokus	6
Marktpotenzial auf Ebene der CENIT-Geschäftsfelder	7
Unternehmensentwicklung	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2023	9
Umsatzentwicklung 2023	9
Ergebnisentwicklung 2023	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2023	12
Prognose und Bewertung	13
Prognosegrundlage	13
Umsatz und Ergebnisprognose 2024 - 2026	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

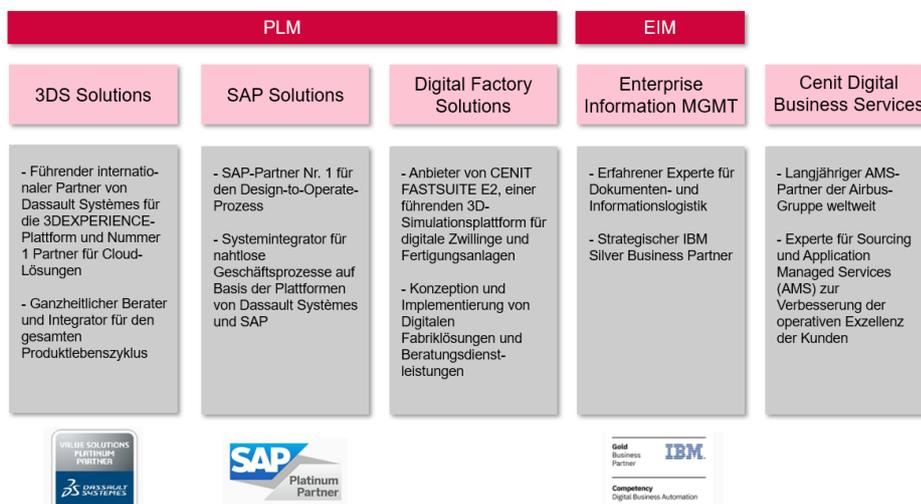
Aktionärsstruktur

Mainfirst	8,4%
PRIMEPULSE SE	28,1%
LBBW Asset Management	5,1%
Otus Capital	3,2%
Vorstand/Aufsichtsrat	0,7%
Free Float	54,6%

Quelle: CENIT AG; GBC AG



Produktsegmente



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die Produktpalette der CENIT AG lässt sich in fünf Geschäftsfelder unterteilen, welche ihrerseits den beiden Segmenten „PLM“ und „EIM“ zugeordnet werden.

PLM (Product Lifecycle Management)

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

In erster Linie fungiert die CENIT in diesem Produktsegment als integrierter Value Added Reseller (VAR) von Lösungen von Dassault Systèmes, dem weltweit größten Anbieter von PLM-Lösungen. Mit der in 2017 erfolgten Übernahme von Keonys, dem größten Reseller

und Integrator von PLM-Produkten von Dassault in Frankreich, Belgien und Niederlande, avanciert CENIT zum weltweit größten VAR von Dassault.

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

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

EIM (Enterprise Information Management)

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

Umsetzung der M&A-Strategie

In den vergangenen beiden Geschäftsjahren hat die CENIT AG ihre Strategie des anorganischen Wachstums aktiv umgesetzt. Seit Beginn des Geschäftsjahres 2021 wurden insgesamt sieben Unternehmen akquiriert. Mit den Akquisitionen wurde gleichzeitig die Anzahl der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter um rund 315 erhöht, was auch vor dem Hintergrund des aktuellen Fachkräftemangels ein wichtiger Aspekt ist.

Akquisition	Segment	Mitarbeiter	Jahr
ISR Information Products AG	EIM	ca. 230	2022
Coristo GmbH	PLM	Aufstockung Beteiligung	2022
Magic Engineering SRL	PLM	9	2022
mip Management Informations Partner GmbH	EIM	18	2023
PI Informatik GmbH	PLM	30	2023
Active Business Consult GmbH (ABC)	PLM	12	2023
CCE b:digital GmbH & Co. KG	PLM	16	2024

Quelle: CENIT AG

Als letzte Akquisition hat die CENIT AG im Januar 2024 den Erwerb der CCE b:digital GmbH & Co. KG bekannt gegeben. Die CCE bietet dabei Beratung, Implementierung und Softwareentwicklung, mit den Geschäftsfeldern Digital Services, PLM Services und Application Services an. Ähnlich wie im CENIT-Geschäftsfeld „3DS Solutions“ basiert das Angebot der CCE auf den Lösungen von Dassault Systèmes, hier mit besonderem Fokus auf den Produkten CATIA und der 3DEXPERIENCE PLM-Plattform. Die CENIT AG hebt hervor, dass die CCE über eine besondere Expertise bei der Migration und Einführung der Dassault-Standardsoftware verfügt. Hierfür wurden Konzepte entwickelt, die speziell auf mittelständische und kleinere Kunden zugeschnitten sind. Darüber hinaus wird durch den Erwerb der CCE die lokale Präsenz in der Region Ostwestfalen Lippe ausgebaut.

MARKT UND MARKTUMFELD

Mit ihrer auf der Digitalisierung von Prozessen und Informationen ausgerichteten Produktpalette ist die CENIT AG in erster Linie Teil der wachstumsstarken IT-Branche. Da aber kundenseitig derzeit insbesondere die Kernbranchen Automotive, Fertigung und Flugzeugbau adressiert werden, liegt eine Abhängigkeit zu diesen Branchen vor.

Entwicklung ITK-Branche in Deutschland

Die Resilienz der ITK-Branche, die sich bereits während der Corona-Pandemie und in den Folgejahren mit Lieferkettenproblemen oder dem Krieg in der Ukraine gezeigt hat, wurde auch im vergangenen Jahr unter Beweis gestellt. Während die Gesamtwirtschaft gemessen am BIP im Jahr 2023 leicht um -0,3 % schrumpfte, stiegen die Umsätze in der ITK-Branche um 2,0 %. Seit 2020, dem ersten Corona-Jahr, liegt das durchschnittliche jährliche Wachstum der ITK-Branche bei 5,4 % und damit sichtbar über der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Unverändert wird die Digitalisierung als wesentlicher Faktor zur Bewältigung der aktuellen Herausforderungen gesehen. Da auch die ITK-Branche vom Fachkräftemangel betroffen ist, besteht hier ein Engpass, der im vergangenen Jahr ein noch stärkeres Wachstum der Branche verhindert hat.

Für das laufende Jahr 2024 rechnet der Branchenverband BITKOM mit einem Wachstum der ITK-Gesamtbranche von 4,4 % und damit mit einer Beschleunigung der Dynamik. Der Bitkom-ifo-Digital-Index liegt mit 9,8 Punkten (Stand Dezember 2023) zwar noch auf niedrigem Niveau, im Vergleich zu den Monaten August bis November 2023 ist jedoch ein Aufwärtstrend erkennbar. Sowohl die Umsätze mit Software als auch mit IT-Services und IT-Hardware sollen maßgeblich zum erwarteten Marktwachstum beitragen. Wichtige Treiber in diesen Teilbereichen der ITK sind die Themen Künstliche Intelligenz, Cloud-bezogene Dienste sowie Infrastructure-as-a-Service.

Kundenbranchen im Fokus

Insgesamt ist die CENIT mit ihren beiden Geschäftsbereichen PLM und EIM Teil einer wachsenden Branche. Allerdings spielt an dieser Stelle der Branchenschwerpunkt im umsatzstärkeren PLM-Segment eine wichtige Rolle. Denn auch im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte die CENIT mit Kunden aus den Branchen Automotive, Fertigung/Maschinenbau und Flugzeugbau wesentliche Umsatzanteile erwirtschaftet.

Nachdem die europäische Automobilindustrie gemessen an den Neuzulassungszahlen (Quelle: ACEA) besonders stark von der Corona-Pandemie betroffen war und in den beiden Folgejahren mit den Auswirkungen von Vorprodukt- und Rohstoffknappheit zu kämpfen hatte, kam es in 2023 zu einem starken Anstieg der Neuzulassungen. Diese kletterten um 13,6 % und überschritten erstmals seit 2019 wieder die Marke von 10 Millionen Neuzulassungen in der EU. Zu den Rekordwerten aus dem Jahr 2019, als rund 13 Mio. Fahrzeuge neu zugelassen wurden, besteht jedoch weiterhin eine Lücke. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den Nutzfahrzeugen, für die bis 2023 ein Nachfrageanstieg von 15 % prognostiziert wird. Nach Einschätzung des ACEA wird sich die Markterholung im laufenden Jahr mit einem erwarteten Anstieg der Neuzulassungen um 2,5 % fortsetzen. Ursprünglich wurde für 2023 ein Anstieg von rund 5 % erwartet, der deutlich übertroffen wird.

Der wichtige Kunde des Segments Digital Business Services, die Airbus-Gruppe, hat im vergangenen Jahr den Wachstumskurs fortgesetzt. Mit 735 kommerziellen Flugzeugauslieferungen wurde der Vorjahreswert, in dem 661 Flugzeuge an die Kunden übergeben wurden, um 11,2 % übertroffen. Seit dem drastischen Rückgang im ersten Corona-Jahr

2020 hat der europäische Flugzeugbauer die Auslieferungszahlen stetig steigern können, liegt aber immer noch sichtbar unterhalb des Vor-Pandemie-Niveaus. Mit einem Auftragszugang von 2.094 Flugzeugen und einem Auftragsbestand von 8.598 Einheiten ist die Auslastung dieses für die CENIT AG wichtigen Kunden über die kommenden Jahre gesichert. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet Airbus mit einem weiteren Anstieg der Auslieferungszahlen und daraus resultierend einer Steigerung des Ergebnisses.

Marktpotenzial auf Ebene der CENIT-Geschäftsfelder

Ein weiterer Ansatzpunkt zur Ermittlung des CENIT-Marktpotenzials lässt sich, parallel zu den Abnehmerbranchen, auf Ebene der wichtigen Geschäftsfelder der CENIT AG ableiten. Im umsatzstärksten Geschäftsfeld 3DS Solutions agiert die Gesellschaft als wichtigster Partner von Dassault Systèmes mit dem Fokus auf der Beratung und Integration von Dassault (bspw. CATIA).

Im vergangenen Geschäftsjahr 2023 hat Dassault Systèmes die Software-Umsätze um 4,8% auf 5,36 Mrd. € steigern können. Ein besonders starkes Wachstum wurde dabei mit Industriekunden in Europa erwirtschaftet. Insgesamt liegt in dem von Dassault adressierten Softwaremarkt eine intensive Konkurrenzsituation vor, die französische Gesellschaft sichert sich aber einen relevanten Marktanteil durch Erweiterungen im Produktportfolio und Entwicklungen neuer Anwendungen und Märkte. Zu den Wettbewerbern im Bereich der Industriekunden zählen unter anderem Siemens Digital Industries, Autodesk und PTC sowie im Bereich der kollaborativen Unternehmensgeschäftsprozesse die Softwareanbieter SAP und Oracle. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnet Dassault mit einer Beschleunigung der Wachstumsdynamik und erwartet eine Steigerung der Softwareumsätze in einer Bandbreite von 8 % - 10 %. Für die CENIT AG bietet diese Guidance eine gute Grundlage für das Wachstum im Geschäftsfeld **3DS Solutions**.

Im zweiten wichtigen Geschäftsfeld SAP Solutions agiert die CENIT AG als langjähriger SAP Beratungs- und Entwicklungspartner und als Scharnier zwischen den Produktwelten von Dassault und von SAP. Im Geschäftsjahr 2023 legten die Cloud- und Software-Erlöse um rund 6,0 % zu und weisen eine vergleichbare Wachstumsrate zu Dassault Systèmes auf. Für 2024 wird ein Wachstum in einer Bandbreite von 7,7 % - 9,6 % in Aussicht gestellt. Damit sind die Vorgaben für das Geschäftsfeld **SAP Solutions** vergleichbar gut mit denen des Geschäftsfeldes 3DS Solutions.

Der **EIM**-Markt wird unverändert von einem Wachstum unstrukturierter Datenmengen, neuer Regulierungen, dem Wachstum von Cloud Computing, Big Data Analytics etc. getrieben. Mit dem Einsatz von EIM-Lösungen wird die Verfügbarkeit, das Auslesen und die Sicherheit von Datenmengen überhaupt gewährleistet. Vor diesem Hintergrund wird davon ausgegangen, dass der globale Markt für EIM-Lösungen weiterhin von einem hohen Wachstum geprägt sein wird. Gemäß einer in Business Research Insights veröffentlichten Studie wird für den Zeitraum 2021 bis 2031 ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 16,6 % antizipiert, womit der EIM-Markt für diese lange Periode eines der wachstumsstärksten Software-Bereiche überhaupt wäre.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	162,15	184,72	200,42	216,45	233,77
Materialaufwand	-71,52	-76,99	-84,98	-91,99	-99,35
Rohhertrag	90,64	107,73	115,44	124,46	134,42
Sonstige betriebliche Erträge	1,18	2,88	1,50	1,50	1,50
Personalaufwand	-67,27	-78,59	-82,52	-88,29	-95,36
Abschreibungen	-5,63	-7,19	-7,59	-7,40	-7,30
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-12,61	-15,61	-14,83	-15,10	-15,20
Zinsergebnis	2,90	-2,41	-2,32	-2,25	-2,20
EBT	9,20	6,81	9,69	12,92	15,86
Steuern	-2,60	-1,88	-2,91	-3,88	-4,76
Minderheitenanteile	-0,33	-0,43	-0,79	-0,91	-0,91
Nachsteuerergebnis	6,28	4,50	5,99	8,13	10,20
EBITDA	11,94	16,41	19,60	22,57	25,36
in % der Umsatzerlöse	7,4%	8,9%	9,8%	10,4%	10,8%
EBIT	6,30	9,22	12,01	15,17	18,06
in % der Umsatzerlöse	3,9%	5,0%	6,0%	7,0%	7,7%
Ergebnis je Aktie in €	0,75	0,54	0,72	0,97	1,22
Dividende je Aktie in €	0,50	0,04	0,10	0,25	0,30

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2023

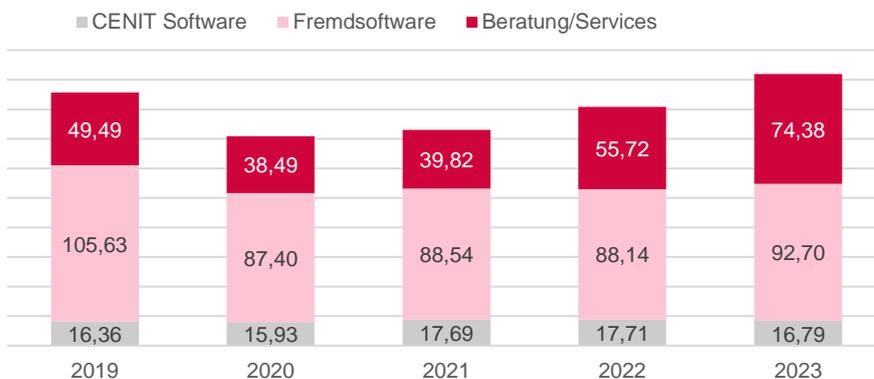
In Mio. €	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	142,13	146,07	162,15	184,72
davon <i>Eigensoftware</i>	15,93	17,69	17,71	16,79
davon <i>Fremdsoftware</i>	87,40	88,54	88,14	92,70
davon <i>Beratung/Services</i>	38,49	39,82	55,72	74,38
EBIT	3,63	6,23	6,31	9,22
EBIT-Marge	2,5%	4,3%	3,9%	5,0%
Jahresüberschuss	2,32	4,25	6,28	4,50
EPS in €	0,28	0,51	0,75	0,54

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2023

Mit einem sehr guten Jahresendgeschäft hat die CENIT AG einen Gesamtjahresumsatz in Höhe von 184,72 Mio. € (VJ: 162,15 Mio. €) erzielt und damit sowohl die eigene Guidance (ca.: 180 Mio. €) als auch unsere bisherigen Schätzungen (181,61 Mio. €) leicht übertroffen. Die erzielte Umsatzsteigerung in Höhe von 13,9 % ist sowohl organischer Natur als auch auf anorganische Effekte infolge der anhaltend hohen M&A-Aktivität zurückzuführen. Die drei im abgelaufenen Geschäftsjahr akquirierten Unternehmen (mip, PI Informatik, ABC) trugen erstmals Umsätze in Höhe von insgesamt 7,84 Mio. € bei, so dass anorganisch ein Umsatzwachstum von 4,8 % erreicht wurde. Somit weist die CENIT AG ein organisches Wachstum von 9,1 % auf 176,89 Mio. € aus. Dieses von uns als organisch klassifizierte Wachstum ist zum Teil auch auf die erstmalig ganzjährige Einbeziehung der ISR zurückzuführen, die im Vergleichszeitraum des Vorjahres nur ab dem 31.05.2022 einbezogen wurde.

Umsatzerlöse getrennt nach Umsatzarten (in Mio. €)

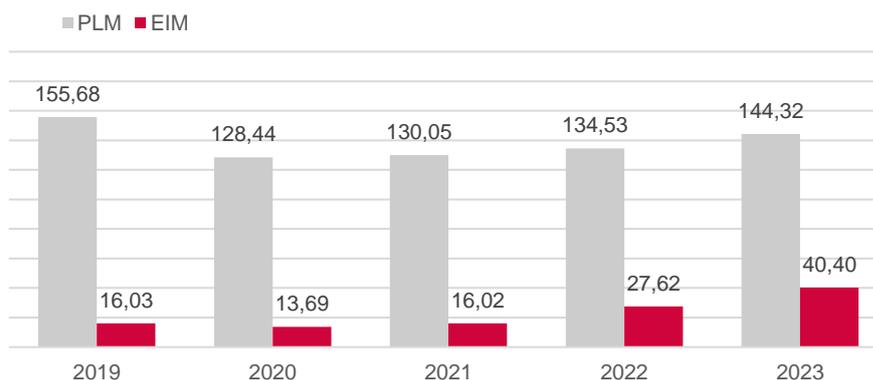


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die in den letzten Geschäftsjahren akquirierten Unternehmen, hier insbesondere die ISR, generieren vor allem Beratungsumsätze, was zu einem starken Anstieg dieser Umsatzart um 33,5 % auf 74,38 Mio. € (VJ: 55,72 Mio. €) führte. Parallel dazu stiegen die Umsätze mit Fremdsoftware (im Wesentlichen Software von Dassault Systèmes und SAP) um 5,2 % auf 92,70 Mio. € (VJ: 88,14 Mio. €). Die Erlöse aus Eigensoftware gingen hingegen leicht auf 16,79 Mio. € (VJ: 17,71 Mio. €) zurück. Diese Entwicklung hängt nach Unternehmensangaben insbesondere mit der laufenden SaaS-Transformation zusammen, die einerseits Einmalumsätze reduziert, andererseits zu einer Verstetigung und besseren Planbarkeit führt. Die Fortsetzung dieses Trends zeigt sich im Anstieg der wiederkehrenden Umsätze mit Eigen- und Fremdsoftware auf 98,87 Mio. € (VJ: 92,91 Mio. €), die mit 53,5 % einen hohen Anteil am Gesamtumsatz ausmachen.

Die hohe M&A-Aktivität der vergangenen Geschäftsjahre spiegelt sich auch in den beiden Umsatzsegmenten PLM und EIM wider. Da die größte Akquisition (ISR) dem Segment EIM zuzuordnen ist, ist dieses Segment in den letzten beiden Geschäftsjahren am stärksten gewachsen. Das in 2023 erzielte Umsatzwachstum in Höhe von 46,3 % ist insbesondere auf den dargestellten Basiseffekt zurückzuführen, da die ISR erstmals ganzjährig enthalten ist. Darüber hinaus trug die mip erstmals Umsatzerlöse in Höhe von 3,96 Mio. € bei. Auch das Segment PLM ist durch die Akquisition der Unternehmen PI Informatik und ABC (3,88 Mio. €) gewachsen und konnte darüber hinaus organisch zulegen.

Umsatzerlöse getrennt nach Berichtssegmenten (in Mio. €)

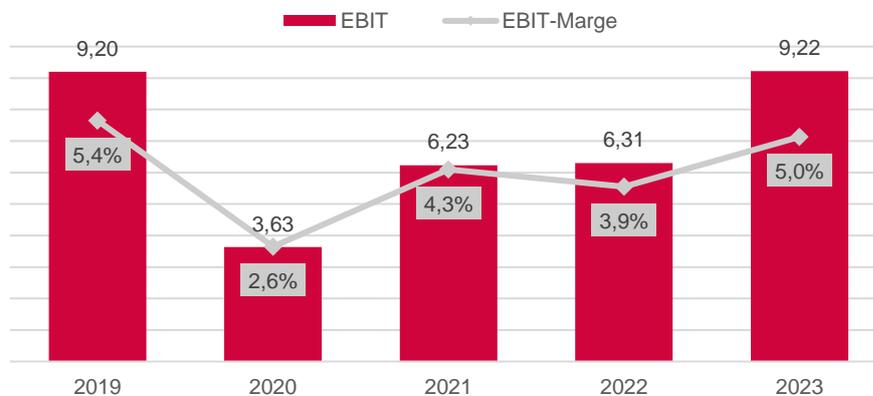


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2023

Das EBIT in Höhe von 9,22 Mio. € (VJ: 6,31 Mio. €) liegt zwar knapp unter der eigenen Guidance (ca. 9,5 Mio. €), die erreichte deutliche Ergebnisverbesserung und die Margensteigerung auf 5,0 % (VJ: 3,9 %) liegen jedoch weitestgehend im Rahmen der Erwartungen. Dabei verzeichnete das Unternehmen insgesamt einen Anstieg der operativen Kosten, der unter anderem auf die getätigten Akquisitionen zurückzuführen ist. Hier schlagen M&A-bedingte Aufwendungen mit 0,64 Mio. € zu Buche. Darüber hinaus erhöhten sich die PPA-Abschreibungen auf 1,99 Mio. €, was zu einem starken Anstieg der gesamten Abschreibungen auf 7,19 Mio. € (VJ: 5,63 Mio. €) führte.

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



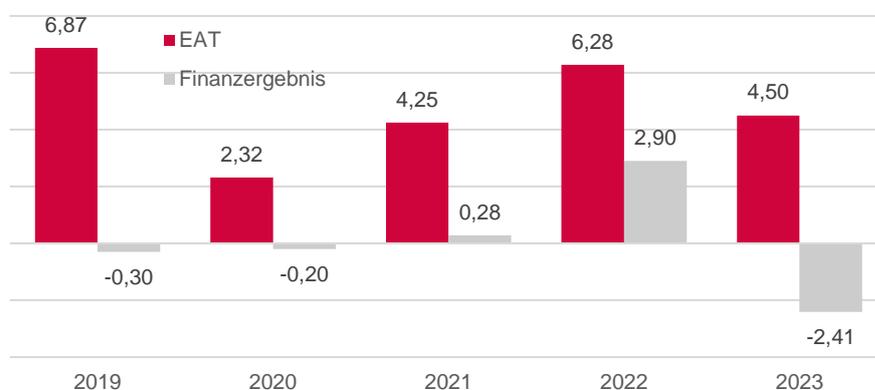
Quelle: CENIT AG; GBC AG

Der akquisitionsbedingte Anstieg der Mitarbeiterzahl auf 893 (VJ: 861) und damit des Personalaufwands auf 78,59 Mio. € (VJ: 67,27 Mio. €) trug ebenfalls zum Anstieg der operativen Kosten bei. In dieser Entwicklung sind auch Gehaltssteigerungen und

Inflationsausgleichszahlungen enthalten. Grundsätzlich geht jedoch die zunehmende Bedeutung des Beratungsgeschäfts im Umsatzmix mit einem stärkeren Anstieg des Personalaufwands einher, dem jedoch ein Rückgang des Materialaufwands (insbesondere Aufwendungen für Fremdsoftware) gegenübersteht. Der Rückgang des Umsatzanteils mit Fremdsoftware führte somit zu einer deutlichen Reduzierung der Materialaufwandsquote auf 41,7 % (VJ.: 44,1 %) und damit auf den niedrigsten Wert der letzten sieben Geschäftsjahre.

Ergebniserhöhend haben sich zudem umgesetzte Kosteneinsparungen bei den „alten“ CENIT-Gesellschaften ausgewirkt. Zusätzlich dazu weist die CENIT AG Sondererlöse aus dem Verkauf der japanischen Tochtergesellschaft CENIT Japan K.K. in Höhe von 0,87 Mio. € sowie aus der Veräußerung von Anlagevermögen in Höhe von 0,53 Mio. € aus.

Entwicklung Finanzergebnis und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Trotz der deutlichen Steigerung des EBIT lag das Ergebnis nach Steuern mit 4,50 Mio. € (VJ: 6,28 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Maßgeblich für diese Entwicklung ist das unter dem Vorjahr liegende Finanzergebnis in Höhe von -2,41 Mio. € (VJ: 2,90 Mio. €). Hier spiegelt sich vor allem die höhere Inanspruchnahme von Bankverbindlichkeiten wider, die zum Stichtag 31.12.2023 auf 37,41 Mio. € (31.12.2022: 21,35 Mio. €) angestiegen sind. Die CENIT AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr die Bankverbindlichkeiten neu strukturiert, um auch für das zukünftige anorganische Wachstum gut gerüstet zu sein. Darüber hinaus belastete die Folgebewertung von Finanzinstrumenten (Long Call Option zum Erwerb der restlichen Anteile an der ISR sowie der Beteiligung an der ASCon) das Finanzergebnis mit -0,73 Mio. € (VJ.: 3,27 Mio. €).

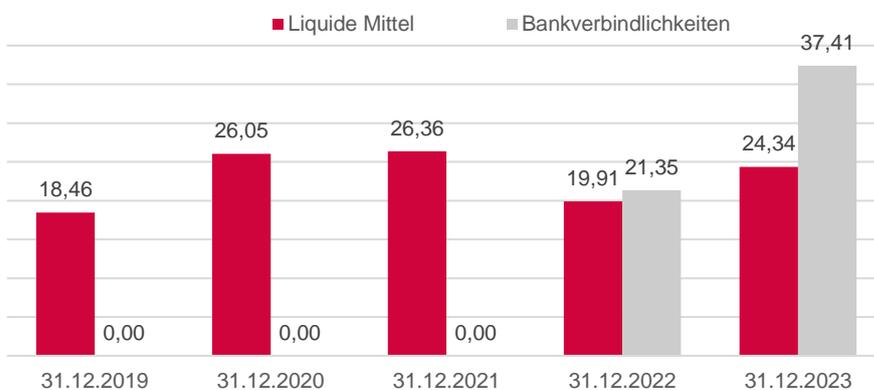
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2023

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital (EK-Quote)	42,72 (51,2%)	43,65 (47,0%)	44,78 (35,3%)	45,00 (29,3%)
Liquide Mittel	26,05	26,36	19,91	24,34
Operatives Anlagevermögen	17,85	15,25	23,23	26,36
Goodwill	6,91	6,91	27,76	34,24
Bankverbindlichkeiten	0,00	0,00	21,35	37,41
Cashflow (operativ)	12,28	8,24	11,49	5,33
Cashflow (Investition)	-0,90	-0,89	-29,23	-8,16
Cashflow (Finanzierung)	-3,70	-7,22	10,95	7,23

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die in den vergangenen Geschäftsjahren getätigten Akquisitionen und deren Finanzierung haben das Bilanzbild der CENIT AG deutlich verändert. Auf der Aktivseite haben die drei im abgelaufenen Geschäftsjahr getätigten Unternehmenserwerbe zu einem Anstieg des operativen Anlagevermögens auf 26,36 Mio. € (31.12.22: 23,23 Mio. €) und darüber hinaus zu einem sichtbaren Anstieg der Firmenwerte auf 34,24 Mio. € (31.12.22: 27,76 Mio. €) geführt. Dem gegenüber steht auf der Passivseite die höhere Inanspruchnahme von Bankverbindlichkeiten zur Finanzierung der Akquisitionen in Höhe von 37,41 Mio. € (31.12.22: 21,35 Mio. €). Die Gesellschaft hat in 2023 eine Umschuldung der Bankverbindlichkeiten vorgenommen, die zum Bilanzstichtag noch nicht vollständig für die Akquisitionen des abgelaufenen Geschäftsjahres verwendet wurden. Vielmehr soll die finanzielle Flexibilität im Hinblick auf das geplante anorganische Wachstum erhalten bleiben. Aufgrund der vorliegenden Bilanzverlängerung ist die Eigenkapitalquote trotz des leichten Anstiegs des Eigenkapitals auf 29,3 % (31.12.22: 35,3 %) gesunken.

Liquide Mittel und Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die liquiden Mittel erhöhten sich somit trotz der in 2023 geleisteten Kaufpreiszahlungen in Höhe von 7,98 Mio. € auf 24,34 Mio. € (VJ: 18,91 Mio. €). Neben der Aufnahme von Bankverbindlichkeiten (netto: 16,04 Mio. €) trug auch der positive operative Cashflow in Höhe von 5,33 Mio. € (VJ: 11,49 Mio. €) zum Anstieg der Liquidität bei. Der Rückgang des operativen Cashflows ist insbesondere eine Folge der gestiegenen Mittelbindung im Nettoumlaufvermögen, das nach unseren Berechnungen auf 7,38 Mio. € (31.12.22: 1,50 Mio. €) angestiegen ist. Insgesamt war der Liquiditätszufluss damit höher als die Kaufpreiszahlungen, die Dividendenausschüttung (4,65 Mio. €) sowie die Zahlungen für Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16 (4,16 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

In Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	184,72	200,42	216,45	233,77
EBIT	9,22	12,01	15,17	18,06
EBIT-Marge	5,0%	6,0%	7,0%	7,7%
Jahresüberschuss	4,86	5,99	8,13	10,20
EPS in €	0,58	0,72	0,97	1,22
Dividende in €	0,04	0,10	0,25	0,30

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2023 hat der Vorstand der CENIT erstmals eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2024 veröffentlicht. Rein organisch, d.h. auf Basis des aktuellen Konsolidierungskreises, wird ein Konzernumsatz in einer Bandbreite von 195 - 202 Mio. € erwartet, was einem erwarteten Umsatzwachstum von 5,6 - 9,4 % entspricht. Bei einer erwarteten EBIT-Marge von mindestens 6,0 % soll ein EBIT in einer Bandbreite von 11,7 - 12,2 Mio. € erzielt werden.

Der erwartete Umsatzanstieg erscheint auf den ersten Blick konservativ, da allein der Baseeffekt der drei im abgelaufenen Geschäftsjahr akquirierten Unternehmen zu einem zusätzlichen Umsatz von mindestens 5 Mio. € führen sollte. Wären alle drei Gesellschaften in 2023 ganzjährig einbezogen worden, hätte die CENIT AG ein um 5,15 Mio. € höheres Umsatzniveau ausgewiesen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft im laufenden Geschäftsjahr 2024 mit dem Erwerb der CCE b:digital (CCE) bereits eine erste Akquisition getätigt, wengleich wir hieraus nur einen geringen anorganischen Wachstumsbeitrag unterstellen. Im Bundesanzeiger findet sich lediglich eine Bilanz zum 31.12.2021, aus der hervorgeht, dass es sich zu diesem Zeitpunkt um ein relativ kleines Unternehmen handelt. Bei einer Bilanzsumme von 1,72 Mio. € verfügt die CCE über ein Eigenkapital von 0,19 Mio. € und einen Kassenbestand von 1,15 Mio. €.

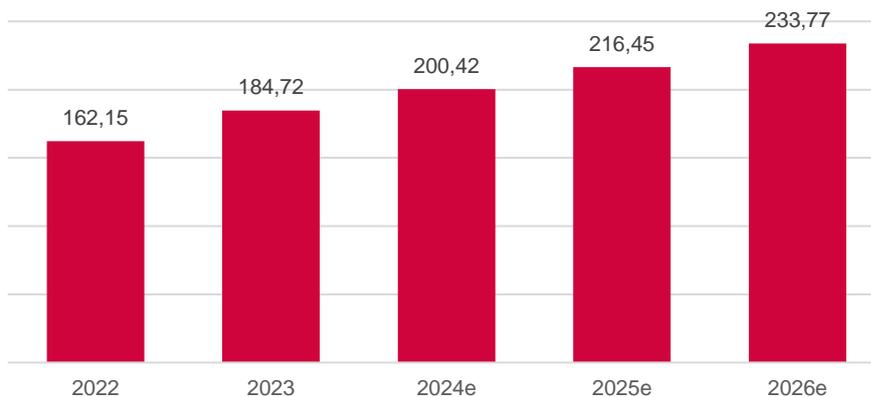
Darüber hinaus steht weiteres anorganisches Wachstum bevor, wie CENIT Vorstand Peter Schneck im Earnings Call bestätigte. Dies geht einher mit der Unternehmensplanung, die jährlich zwei bis drei Akquisitionen vorsieht, um die Planung „CENIT 2025“ zu erreichen. Bis Anfang 2025 soll das jährliche Umsatzniveau auf 240 bis 250 Mio. € gesteigert werden. Die Akquisitionen des laufenden Geschäftsjahres 2024 sollen demnach einen Umsatzbeitrag von ca. 40 bis 50 Mio. € leisten. Das nicht bekannte anorganische Wachstum ist naturgemäß weder in der Unternehmensprognose für das laufende Geschäftsjahr 2024 noch in unseren Planungen enthalten.

Anorganisches Wachstum ist aber weiterhin Bestandteil der Strategie „CENIT 2025“, die bis 2025 ein Umsatzniveau von ca. 300 Mio. € und eine EBIT-Marge von 8 % - 10 % anstrebt. Neben den konkreten quantitativen Zielen plant das CENIT Management, die Partnerschaften mit Dassault, SAP und IBM weiter zu intensivieren, mit dem Ziel, jeweils der wichtigste Partner in den adressierten Bereichen zu werden. Darüber hinaus könnte die CENIT AG davon profitieren, als „Scharnier“ zwischen Dassault und SAP eine Verbindung in beide Produktwelten zu haben. So soll die CENIT AG der weltweit einzige Anbieter im PLM Bereich werden, der sowohl in den Preislisten von Dassault als auch von SAP gelistet ist.

Umsatz und Ergebnisprognose 2024 - 2026

Analog zur Unternehmensplanung erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von 200,42 Mio. € und damit ein Umsatzwachstum von 8,5 %. Dabei sollen nach unseren Erwartungen die Segmente PLM und EIM gleichermaßen zum Umsatzwachstum beitragen. Für die Folgejahre erwarten wir ein Umsatzwachstum von jeweils +8,0 % und damit eine nahezu konstante Dynamik, die über dem von der Gesellschaft festgelegten organischen Mindestwert von 5,0 % p.a. liegt. Bei einem für das Geschäftsjahr 2025 erwarteten Umsatz in Höhe von 216,45 Mio. € ergibt sich eine Umsatzlücke zur „CENIT 2025“ in Höhe von rund 85 Mio. €. Diese müsste, wie in der Unternehmensstrategie beschrieben, durch anorganisches Wachstum gedeckt werden.

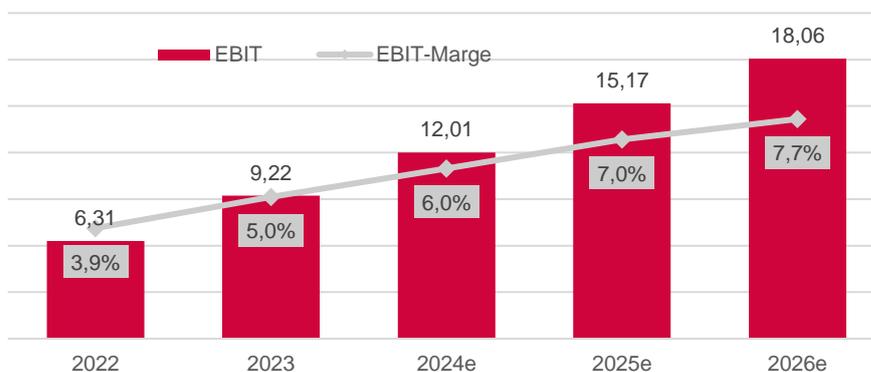
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auch für das im Rahmen von „CENIT 2025“ angestrebte EBIT-Margenwachstum auf 8 % - 10 % ist die Gesellschaft auf die Akquisition von Unternehmen angewiesen, die nach unseren Berechnungen ein mindestens zweistelliges Margenniveau aufweisen. Ohne entsprechendes anorganisches Wachstum sollte die CENIT AG zwar Margenverbesserungen ausweisen, die EBIT-Marge sollte aber 2025 noch unterhalb des geplanten Zielkorridors liegen. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir analog zur Guidance eine EBIT-Marge von 6,0% (VJ: 5,0%) und damit ein EBIT von 12,01 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr sollten die Synergieeffekte der akquirierten Unternehmen, aber auch die fortgeschrittene SaaS-Transformation zu einer Verbesserung der Profitabilität führen. Schließlich planen wir mit geringeren Lohnsteigerungen sowie dem Wegfall von akquisitionbedingten Sonderaufwendungen.

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



Quelle: GBC AG

Die operative Ergebnisverbesserung sollte sich trotz der erwarteten höheren Zinsaufwendungen für Bankverbindlichkeiten in einer überproportionalen Steigerung des Nachsteuerergebnisses niederschlagen. Während die bereits zum Stichtag 31.12.23 bestehende höhere Kreditanspruchnahme in 2024 ganzjährig mit Zinsaufwendungen einhergehen wird, sollte der Wegfall von Aufwendungen aus der Folgebewertung von Finanzinstrumenten den Finanzaufwand leicht entlasten.

Der Vorstand der Gesellschaft wird für das abgelaufene Geschäftsjahr mit einer geplanten Dividendenausschüttung in Höhe von 0,04 € die übliche Ausschüttungspolitik nahezu aussetzen. Dies vor dem Hintergrund des erwarteten Kapitalbedarfs für das zukünftige organische Wachstum.

Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5 % (bisher: 2,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,9 % (bisher: 11,2 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 % (bisher: 2,0 %).

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 2,50 % (bisher: 2,00%).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,85 % (bisher: 9,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,46 % (bisher: 8,99 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein nahezu unverändertes Kursziel in Höhe von 20,55 € (bisher: 20,90 €) ermittelt. Dabei haben sich unterschiedliche modelltechnische Effekte gegenseitig nahezu aufgehoben. Einerseits haben die aus dem höheren risikolosen Zinssatz angehobenen gewichteten Kapitalkosten einen kurszielmindernden Effekt. Demgegenüber steht der erstmalige Einbezug der 2026er Prognosen in den konkreten Schätzzeitraum, womit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase vorliegt. Darüber hinaus haben wir, als Folge der gestiegenen Inflation, die Umsatz-Wachstumsrate in der Stetigkeitsphase sowie im Terminal Value um 0,5 % angehoben.

DCF-Modell

CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	10,8%	ewige EBITA - Marge	8,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	33,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	2,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz (US)	200,42	216,45	233,77	239,62	245,61	251,75	258,04	264,49	
US Veränderung	8,5%	8,0%	8,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	8,09	9,26	10,59	11,54	12,34	13,03	13,63	14,17	
EBITDA	19,60	22,57	25,36	26,00	26,65	27,31	27,99	28,69	
EBITDA-Marge	9,8%	10,4%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	
EBITA	12,01	15,17	18,06	18,70	19,78	20,73	21,60	22,43	
EBITA-Marge	6,0%	7,0%	7,7%	7,8%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,3%
Steuern auf EBITA	-3,60	-4,55	-5,42	-5,61	-5,93	-6,22	-6,48	-6,73	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,40	10,62	12,64	13,09	13,84	14,51	15,12	15,70	
Kapitalrendite	24,9%	34,3%	43,1%	45,8%	50,5%	54,3%	57,5%	60,2%	60,5%
Working Capital (WC)	6,20	6,00	6,50	6,66	6,83	7,00	7,17	7,35	
WC zu Umsatz	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
Investitionen in WC	1,18	0,20	-0,50	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	-0,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,77	23,37	22,07	20,77	19,90	19,32	18,93	18,67	
AFA auf OAV	-7,59	-7,40	-7,30	-7,30	-6,87	-6,58	-6,39	-6,26	
AFA zu OAV	30,6%	31,7%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%	33,1%	
Investitionen in OAV	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investiertes Kapital	30,97	29,37	28,57	27,43	26,73	26,32	26,10	26,02	
EBITDA	19,60	22,57	25,36	26,00	26,65	27,31	27,99	28,69	
Steuern auf EBITA	-3,60	-4,55	-5,42	-5,61	-5,93	-6,22	-6,48	-6,73	
Investitionen gesamt	-4,82	-5,80	-6,50	-6,16	-6,17	-6,17	-6,17	-6,18	
Investitionen in OAV	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investitionen in WC	1,18	0,20	-0,50	-0,16	-0,17	-0,17	-0,17	-0,18	
nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	11,17	12,22	13,44	14,22	14,55	14,92	15,34	15,78	216,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	185,28	190,60
Barwert expliziter FCFs	70,15	64,57
Barwert des Continuing Value	115,13	126,03
Nettoschulden (Net debt)	10,42	1,29
Wert des Eigenkapitals	174,86	189,30
Fremde Gewinnanteile	-2,91	-3,15
Wert des Aktienkapitals	171,95	186,16
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,55	22,25

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,8%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	26,4%
WACC	9,5%

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
50,5%	20,97	19,46	18,18	17,08	16,13
55,5%	22,45	20,78	19,36	18,15	17,11
60,5%	23,92	22,10	20,55	19,22	18,08
65,5%	25,40	23,41	21,73	20,29	19,05
70,5%	26,87	24,73	22,92	21,37	20,02

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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