

GBC Research (Anno)

CENIT AG

cenit

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

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

Nach Übergangsjahr 2025 deutliche Ergebnisverbesserung erwartet; M&A-Aktivität rückt zunächst in den Hintergrund

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Gründung: 1988

Mitarbeiter: 984 (31.12.2024)

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 930 Mitarbeitern vertreten. Diese arbeiten unter anderem für Kunden aus den Branchen Automobil, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Werkzeug- und Formenbau, Finanzdienstleistungen, Handel und Konsumgüter.

in Mio. €	31.12.2024	31.12.2025e	31.12.2026e	31.12.2027e
Umsatz	207,33	230,22	242,22	254,86
EBITDA	17,26	18,18	24,38	27,46
EBIT	7,38	7,00	13,40	16,88
Jahresüberschuss	-1,94	1,89	6,53	8,95
Gewinn je Aktie	-0,23	0,23	0,78	1,07
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,20	0,30
EV/Umsatz	0,49	0,44	0,42	0,40
EV/EBITDA	5,90	5,61	4,18	3,71
EV/EBIT	13,81	14,56	7,61	6,04
KGV	-34,66	35,45	10,28	7,50
KBV	1,41			

Investment Case

- Anorganisches Wachstum mit dem Erwerb von CCE b:digital und Analysis Prime in 2024 fortgesetzt. Mit Analysis Prime tritt die CENIT AG verstärkt in den US-Markt ein und baut den Servicebereich rund um die SAP-Architektur aus.
- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 207,33 Mio. € (VJ: 184,72 Mio. €) wurde die Guidance erreicht. Der anorganische Umsatzbeitrag beläuft sich auf 12,95 Mio. € und daher liegt das organische Umsatzwachstum bei 5,2 %.
- Aufgrund akquisitionsbedingter Sonderaufwendungen, des geringer als erwarteten Ergebnissprungs im vierten Quartal sowie der höheren PPA-Abschreibungen ist das EBIT auf 7,38 Mio. € (VJ: 9,22 Mio. €) zurückgegangen. Abwertungen auf Finanzinstrumente (unter anderem ASCon) haben das Nachsteuerergebnis in den negativen Bereich auf -1,94 Mio. € (VJ: 4,50 Mio. €) fallen lassen.
- Hoher operativer Cashflow in Höhe von 10,34 Mio. € (VJ: 5,33 Mio. €) hat einen wesentlichen Teil der M&A-Finanzierung abgedeckt (Kaufpreis netto: 13,51 Mio. €).
- Für 2025 ist kein Unternehmenserwerb geplant. CENIT AG rechnet aufgrund des ganzjährigen Einbezugs von Analysis Prime mit einem starken Umsatzanstieg. Wir rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 230,22 Mio. € und kalkulieren für die Folgejahre mit einem Umsatzwachstum von ca. 5%.
- Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von ca. 4 Mio. € sollten das Ergebnis belasten, im Nachgang ist mit deutlichen Ergebnisverbesserungen zu rechnen.
- Kursziel in Höhe von 19,00 € und KAUFEN-Rating bestätigt.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 19,00 EUR

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 17.04.25	8,02 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005407100
WKN	540710
Aktienzahl (in Mio.)	8,368
MCap (in Mio. EUR)	67,11
Enterprise Value (in Mio. EUR)	101,93
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Primepulse	28,1%
Institutionelle Investoren	9,1%
Vorstand	0,7%
Free Float	62,1%

Finanztermine

14.05.25	Q1-Zahlen 2025
04.06.25	Hauptversammlung
01.08.25	HJ-Bericht 2025
04.11.25	Q3-Zahlen 2025

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Marcel Goldmann (goldmann@gbg-ag.de)

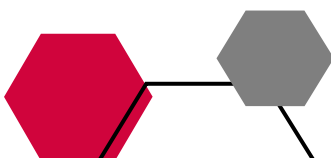
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.02.25: RS / 19,00 EUR / KAUFEN
07.11.24: RS / 22,00 EUR / KAUFEN
05.08.24: RS / 24,15 EUR / KAUFEN
15.05.24: RS / 20,55 EUR / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 22.04.2025 (08:12 Uhr)
Erste Weitergabe: 22.04.2025 (10:00 Uhr)

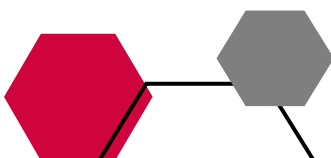
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 21



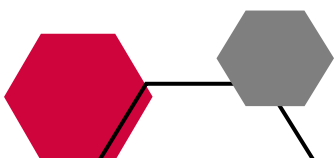
EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 erzielte die CENIT AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 207,33 Mio. € (VJ: 184,72 Mio. €) einen sichtbaren Umsatzsprung von 12,2 %. Damit wurde die im Oktober angepasste Guidance, die Umsatzerlöse in Höhe von 205 bis 210 Mio. € in Aussicht stellte, voll erfüllt. Die erstmalige Einbeziehung der Umsätze der in 2024 akquirierten Unternehmen CCE und Analysis Prime war für Umsatzerlöse in Höhe von 12,95 Mio. € verantwortlich, so dass die Gesellschaft ein organisches Umsatzwachstum von 5,2 % ausweist. Dies liegt leicht über dem internen Ziel eines organischen Wachstums von mindestens 5,0 %.
- Alle Produktsegmente trugen mit einem mindestens zweistelligen Umsatzwachstum zum Umsatzanstieg bei. Während sowohl die Serviceerlöse (+14,7 %) als auch die Fremdsoftwareerlöse (+10,7 %) unter anderem vom anorganischen Wachstum profitierten, legten die Eigensoftwareerlöse mit 14,8 % ebenfalls dynamisch zu. Zwar liegt der Umsatzanteil dieses besonders wertschöpfungsstarken Produktbereichs mit 9,3 % noch unter der Marke von 10,0 %, die Akquisitionen der letzten Jahre wirkten sich hier jedoch verwässernd aus.
- Unter anderem haben die M&A bedingten Nebenkosten (1,12 Mio. €) sowie der flachere Ergebnisanstieg im traditionell ergebnisstarken vierten Quartal zu einem nur unterproportionalen Anstieg des EBITDA um 5,2 % auf 17,26 Mio. € (VJ: 16,41 Mio. €) geführt. Ohne Berücksichtigung der Sondereffekte hätte die CENIT AG eine EBITDA Steigerung von 12,0 % ausgewiesen. Unterhalb des EBITDA machen sich die angelaufenen PPA Abschreibungen der letzten Akquisitionen bemerkbar, was zu einem Rückgang des EBIT um -19,9 % auf 7,38 Mio. € (VJ: 9,22 Mio. €) führte. Dass entgegen den Erwartungen ein negatives Periodenergebnis von -1,94 Mio. € (VJ: 4,50 Mio. €) ausgewiesen werden musste, ist ausschließlich auf außerordentliche Abschreibungen auf Finanzinstrumente in Höhe von 5,60 Mio. € zurückzuführen. Hier musste eine Finanzbeteiligung (ASCon) vollständig abgeschrieben werden.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das CENIT Management mit einem Übergangsjahr, in dem das anorganische Wachstum ausgesetzt wird und gleichzeitig der Fokus auf internen Prozessen zur Verbesserung der Profitabilität liegt. Mit der erstmaligen ganzjährigen Einbeziehung von Analysis Prime in 2025 soll der Konzernumsatz deutlich auf 229 Mio. € - 234 Mio. € und das EBITA (EBIT vor PPA Abschreibungen) leicht auf 12,4 Mio. € (VJ.: 11,35 Mio. €) steigen. Darin enthalten sind Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund 4,0 Mio. €.
- Für das Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 230,22 Mio. € und unterstellen dabei neben dem Basiseffekt der Analysis Prime ein Umsatzwachstum von 3,0 %. Für die beiden folgenden Geschäftsjahre unterstellen wir ein organisches Umsatzwachstum von jeweils leicht über 5,0 %. Nach den Restrukturierungsaufwendungen in 2025 sollten ab dem kommenden Geschäftsjahr 2026 wieder Margensteigerungen erreicht werden (Einspareffekt: ca. 5,0 Mio. €). Für 2025 erwarten wir ein EBITA von 12,40 Mio. € (EBITA-Marge: 5,4 %) und kalkulieren bis 2027 mit einem sukzessiven Anstieg der Marge auf 8,4 %
- Das DCF-Bewertungsergebnis ist mit 19,00 €/Aktie unverändert. Dabei stehen marginalen Veränderungen bei den Prognosen der Geschäftsjahre 2025 und 2026 die erstmalige Hereinnahme des Geschäftsjahres 2027 in den Prognosezeitraum gegenüber, so dass sich etwaige Bewertungsänderungen gegenseitig aufheben. Wir vergeben weiter das Rating KAUFEN.



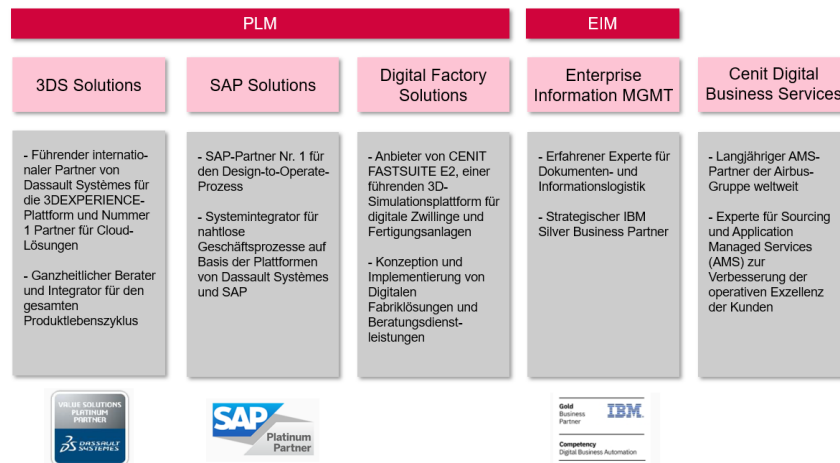
INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Produktsegmente.....	5
Umsetzung der M&A-Strategie	6
Markt und Marktumfeld.....	7
Entwicklung ITK-Branche in Deutschland	7
Marktentwicklung der Kundenbranchen.....	7
Marktpotenzial auf Ebene der CENIT-Geschäftsfelder	8
Geschäftsentwicklung 2024.....	10
Umsatzentwicklung 2024	10
Ergebnisentwicklung 2024	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2024	13
Prognosen und Modellannahmen.....	14
Umsatzprognosen 2025 - 2027	14
Ergebnisprognosen 2025 – 2027	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF Modell.....	18
Kennzahlen im Überblick	19
Anhang.....	20



UNTERNEHMEN

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 letzten Geschäftsjahren hat die M&A-Aktivität der Gesellschaft merklich angezogen. Seit dem Geschäftsjahr 2021 wurden insgesamt acht Unternehmen erworben, wobei in 2024 mit der CCE b:digital GmbH (CCE) und der Analysis Prime LLC zwei Akquisitionen getätigt wurden:

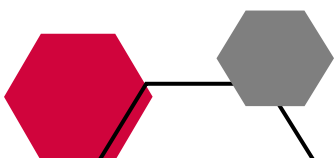
Akquisition	Segment	Mitarbeiter	Jahr
ISR Information Products AG	EIM	ca. 230	2022
Coristo GmbH	PLM	Aufstockung Beteiligung	2022
Magic Engineering SRL	PLM	9	2022
mip GmbH	EIM	18	2023
PI Informatik GmbH	PLM	30	2023
Active Business Consult GmbH	PLM	12	2023
CCE b:digital GmbH	PLM	16	2024
Analysis Prime LLC	PLM	72	2024

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Am 17.07.2024 gab CENIT die Übernahme von 60 % der Anteile an der US-amerikanischen Analysis Prime LLC bekannt. Die 2018 gegründete Gesellschaft beschäftigt insgesamt 72 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter und ist im Bereich der Planung und Analyse geschäftskritischer Prozesse auf Basis der SAP Architektur tätig. Dabei verfügt das Unternehmen über einen hohen Spezialisierungsgrad und ist in der Lage, hohe Tagessätze für Beratung und Implementierung zu erzielen.

Für den Erwerb von 60 % der Anteile wurde eine fixe Kaufpreisrate in Höhe von 13,18 Mio. € (abzüglich liquider Mittel: 12,74 Mio. €) vereinbart. Eine variable Kaufpreiskomponente kam aufgrund der unter den Erwartungen liegenden Ergebnisentwicklung nicht zur Anwendung.

Analysis Prime verfügt über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell. Die CENIT AG tritt mit dieser Akquisition verstärkt in den US-Markt ein, was mit entsprechenden Cross-Selling-Potenzialen einhergeht. So kann beispielsweise das ISR Beratungsgeschäft, das insbesondere den Infrastrukturbereich im SAP Analytics Umfeld abdeckt, in die USA transferiert werden. In umgekehrter Richtung soll das Geschäft von Analysis Prime nach Europa transferiert werden. In den USA ist das neu erworbene Unternehmen Marktführer in seinem Bereich und ein wichtiger Partner für SAP.



MARKT UND MARKTUMFELD

Die CENIT AG ist mit ihrer auf die Digitalisierung von Prozessen und Informationen ausgerichteten Produktpalette primär Teil der wachstumsstarken IT-Branche. Da auf Kundenseite derzeit jedoch insbesondere die Kernbranchen Automotive, Fertigung und Aerospace adressiert werden, besteht eine Abhängigkeit von diesen Branchen.

Entwicklung ITK-Branche in Deutschland

Der ITK-Markt zählte auch im vergangenen Jahr zu den wachstumsstärksten Branchen in Deutschland. Während die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland im Jahr 2024 zum zweiten Mal in Folge rückläufig war (BIP: -0,2 %), stiegen die ITK-Umsätze im vergangenen Jahr um 3,3 % auf 222,6 Mrd. Euro. Einen großen Anteil daran hatten die Softwareumsätze (+9,5 %), in denen sich insbesondere der anhaltende Boom bei KI-Anwendungen widerspiegelt. Wesentlicher Wachstumstreiber sind Investitionen in KI-Plattformen, auf denen KI-Anwendungen trainiert und entwickelt werden. Auch das Teilsegment IT-Services profitiert von hohen Wachstumsraten bei Cloud-Services und zeigt mit einem Umsatzwachstum von 3,8 % eine über dem Markt liegende Dynamik.

Für das laufende Geschäftsjahr 2025 rechnet der Branchenverband Bitkom sogar mit einer Beschleunigung des Marktwachstums. Steigende Umsätze mit Software (+9,8 %) und IT-Services (+5,0 %) sollen das Marktwachstum deutlich auf 4,6 % erhöhen. Damit würde sich die erwartete Wachstumsdynamik in Deutschland der weltweiten Dynamik annähern. Weltweit wird laut Bitkom ein Wachstum der ITK-Umsätze von 6,6 % erwartet.

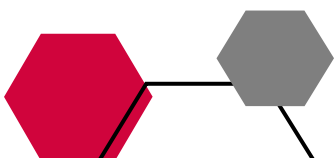
Marktentwicklung der Kundenbranchen

Auch wenn von Seiten des ITK-Marktes insgesamt positive Vorgaben bestehen, hängt die Umsatzentwicklung der CENIT AG wesentlich von den hauptsächlich adressierten Kundenbranchen ab. Kunden aus der Fertigungsindustrie, der Luft- und Raumfahrt sowie dem Automotive-Segment machen etwas mehr als 60 % des Gesamtumsatzes aus. Dementsprechend besteht eine hohe Abhängigkeit von diesen Branchen.

Marktvorgaben Automotive

Die deutsche Automobilindustrie sieht sich derzeit verschiedenen negativen Einflüssen ausgesetzt. Zwar wurden im vergangenen Jahr in der EU 10,6 Mio. Pkw (VJ: 10,5 Mio.) neu zugelassen, was einem Plus von 0,8 % entspricht, doch besteht weiterhin ein deutlicher Abstand zu den Neuzulassungen vor der Corona-Pandemie, als rund 13 Mio. Fahrzeuge neu zugelassen wurden.

Vor diesem Hintergrund stehen die deutschen Hersteller vor vielfältigen Herausforderungen. Angefangen bei Absatzschwierigkeiten in China und der zunehmenden Konkurrenz aus China im Bereich der Elektrofahrzeuge, leiden die deutschen Automobilhersteller unter hohen Energie- und Produktionskosten. Zusätzlicher Protektionismus, der den freien Handel behindert, dürfte die deutschen Automobilhersteller besonders treffen. Aufgrund der genannten Herausforderungen lag der ifo-Geschäftsklimaindex für die Automobilindustrie im Januar 2025 mit -40,7 Punkten auf dem niedrigsten Stand seit Beginn der Krise. Die inzwischen in Kraft getretenen Zölle in Höhe von 25 % dürften sich deutlich negativ auf die Geschäftsaussichten der Automobilindustrie auswirken.



Marktvorgaben Maschinenbau

Die aktuelle VDMA-Konjunkturumfrage für das erste Quartal 2025 zeigt eine leichte Verbesserung der Stimmung im Maschinen- und Anlagenbau. Der Anteil der Unternehmen, die die aktuelle Lage mit mindestens befriedigend bewerten, ist auf 71 % gestiegen (Vorquartal: 65 %). Für das kommende Halbjahr erwarten 30 % der Unternehmen eine bessere Lage, ein deutlicher Anstieg gegenüber dem Januarwert von 22 %. Rund 60 % der Unternehmen rechnen für das kommende Halbjahr mit gleichbleibenden Umsätzen. Ein weiterer Beleg für die verbesserte Stimmung ist die Auftragslage im deutschen Maschinen- und Anlagenbau, die im Februar um 8 % über dem Vorjahreswert lag. Allerdings gilt auch hier die Einschränkung, dass die Einschätzung der Maschinenbaukonjunktur vor der Umsetzung der neuen Zölle erfolgte, die sich deutlich negativ auf die Geschäftslage auswirken dürften.

Marktvorgaben Luftfahrt

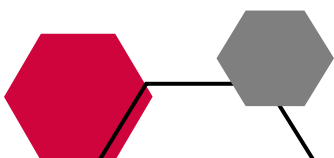
Kunden aus dem Bereich Luft- und Raumfahrt / Verteidigung stellen die zweitgrößte Kundengruppe der CENIT AG dar. Besonders hervorzuheben ist hier die Airbus Group als größter Kunde im Produktsegment Digital Business Services. Im abgelaufenen Geschäftsjahr setzte die Airbus-Gruppe ihren nach der Corona-Pandemie eingeschlagenen Wachstumskurs mit der Auslieferung von 766 (VJ: 735) Verkehrsflugzeugen fort. Insbesondere der Auftragsbestand von 8.658 Flugzeugen sichert die Auslastung für die kommenden Geschäftsjahre. Für 2025 rechnet die Airbus-Gruppe mit einem sichtbaren Anstieg der Auslieferungszahlen (ca. 820), wobei Effekte aus der US-Zollpolitik nicht berücksichtigt sind.

Marktpotenzial auf Ebene der CENIT-Geschäftsfelder

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

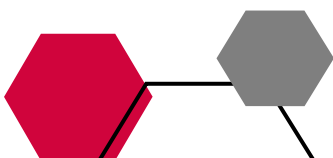
Gemessen an der Geschäftsentwicklung von Dassault Systèmes ist die Nachfrage nach der 3DEXPERIENCE Plattform grundsätzlich hoch. Nach einem Anstieg der Softwareumsätze um 4,8 % im Jahr 2023 setzte sich diese Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 fort, in dem die Softwareumsätze um rund 5 % auf 5,6 Mrd. € (VJ: 5,4 Mrd. €) gesteigert werden konnten. Im Bereich der Fertigungsindustrie konnten neue strategische Partnerschaften geschlossen und einige Kunden aus der Automobil- und Luftfahrtindustrie gewonnen bzw. zurückgewonnen werden. Ein gutes Beispiel hierfür ist die langfristig vereinbarte Partnerschaft mit dem Volkswagen Konzern, der zukünftig durch die Implementierung der 3DEXPERIENCE Plattform die Fahrzeugentwicklung und die digitale Infrastruktur vorantreiben wird. Für das laufende Geschäftsjahr 2025 rechnet Dassault Systèmes mit einem Anstieg des Softwareumsatzes von 6 - 8 %, was einer Beschleunigung des zuletzt erreichten Wachstums entsprechen würde. Für die CENIT AG bietet diese Guidance eine gute Basis für das Wachstum im Geschäftsfeld **3DS Solutions**.

Im zweiten wichtigen PLM Segment **SAP Solutions** agiert die CENIT AG als langjähriger Beratungs- und Entwicklungspartner der SAP und als Scharnier zwischen den Produktwelten von Dassault und SAP. Dabei profitiert der Softwarekonzern von der anhaltenden Transformation seines Angebots hin zu Cloud Services. Die Cloud-Umsätze stiegen im Geschäftsjahr 2024 deutlich um rund 25 % auf 17,14 Mrd. €. Zusammen mit den Lizenzumsätzen entwickelten sich die Gesamtumsätze in 2024 ebenfalls dynamisch um 11 % auf 29,83 Mrd. €. Diese Entwicklung soll sich auch im Jahr 2025 fortsetzen. Laut Guidance des Unternehmens sollen die



Cloud-Umsätze um 26 % bis 28 % und die Gesamtumsätze um 11 % bis 13 % wachsen. Damit sind die Marktaussichten für dieses Produktsegment sehr gut.

Der **EIM-Markt** wird weiterhin durch das Wachstum unstrukturierter Datenmengen, neue Regulierungen, das Wachstum von Cloud Computing, Big Data Analytics etc. getrieben. Der Einsatz von EIM-Lösungen gewährleistet die Verfügbarkeit, Lesbarkeit und Sicherheit der Datenmengen. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass der weltweite Markt für EIM-Lösungen weiterhin von einem hohen Wachstum geprägt sein wird. Laut einer in Business Research Insights veröffentlichten Studie wird für den Zeitraum bis 2032 ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 16,6 % prognostiziert, womit der EIM-Markt über diesen langen Zeitraum einer der wachstumsstärksten Softwarebereiche überhaupt wäre.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2024

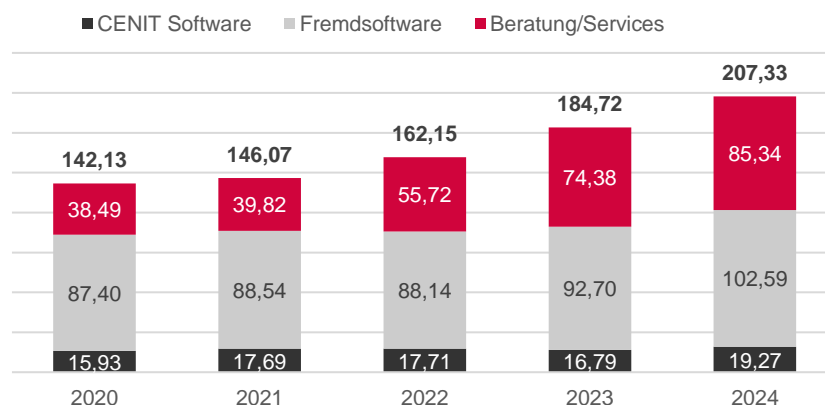
GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatzerlöse	146,07	162,15	184,72	207,33
davon Eigensoftware	17,69	17,71	16,79	19,27
davon Fremdsoftware	88,54	88,14	92,70	102,59
davon Beratung/Services	39,82	55,72	74,38	85,34
EBITDA	11,28	11,94	16,41	17,26
EBITDA-Marge	7,7%	7,4%	8,9%	8,3%
EBIT	6,23	6,31	9,22	7,38
EBIT-Marge	4,3%	3,9%	5,0%	3,6%
Jahresüberschuss	4,25	6,28	4,50	-1,94
EPS in €	0,51	0,75	0,54	-0,23

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2024

Wie bereits mit den vorläufigen Zahlen bekannt gegeben, erzielte die CENIT AG im abgelaufenen Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 207,33 Mio. € (VJ: 184,72 Mio. €) einen sichtbaren Umsatzsprung von 12,2 %. Diese Entwicklung ist im Wesentlichen auf die erstmalige Einbeziehung der Umsätze der in 2024 erworbenen Unternehmen CCE und Analysis Prime zurückzuführen. Diese trugen insgesamt 12,95 Mio. € zum Umsatz bei. Aber auch organisch konnte mit einer Umsatzsteigerung von 5,2 % auf 194,05 Mio. € (VJ: 184,72 Mio. €) eine positive Entwicklung erzielt werden. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2023 hatte das CENIT Management einen Umsatz in einer Bandbreite von 195 Mio. € bis 202 Mio. € in Aussicht gestellt. Organisch wurde die untere Bandbreite nur leicht verfehlt. Im Oktober 2024 wurde die Guidance-Bandbreite um die akquirierten Unternehmen auf 205 Mio. € bis 210 Mio. € nach oben angepasst, so dass das erreichte Umsatzniveau innerhalb der Unternehmenserwartungen liegt.

Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die akquirierte Analysis Prime, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 7,34 Mio. € zum CENIT Konzernumsatz beigetragen hat, erwirtschaftet als Dienstleister rund um das SAP Umfeld im Wesentlichen Beratungsumsätze. Der deutliche Anstieg der Beratungs-/Serviceumsätze um 10,96 Mio. € bzw. 14,7 % ist im Wesentlichen auf die erstmalige Einbeziehung der Analysis Prime zurückzuführen, teilweise sind aber auch organische Effekte für den Anstieg verantwortlich. Generell haben die

in den vergangenen Geschäftsjahren erworbenen Unternehmen zum Ausbau des Beratungsgeschäfts beigetragen. In ähnlicher Größenordnung, wenn auch von einem höheren Niveau ausgehend, konnte der Umsatz mit Fremdsoftware (Dassault, SAP, IBM) um 9,90 Mio. € bzw. 10,7 % gesteigert werden. Davon entfielen 5,62 Mio. € und damit etwas mehr als die Hälfte auf die im Geschäftsjahr erworbene CCE, die vor allem Produkte aus dem Dassault-Portfolio implementiert. Darüber hinaus war die Gesellschaft trotz des herausfordernden Marktumfelds in der Lage, sowohl die Umsätze rund um SAP als auch IBM zu steigern.

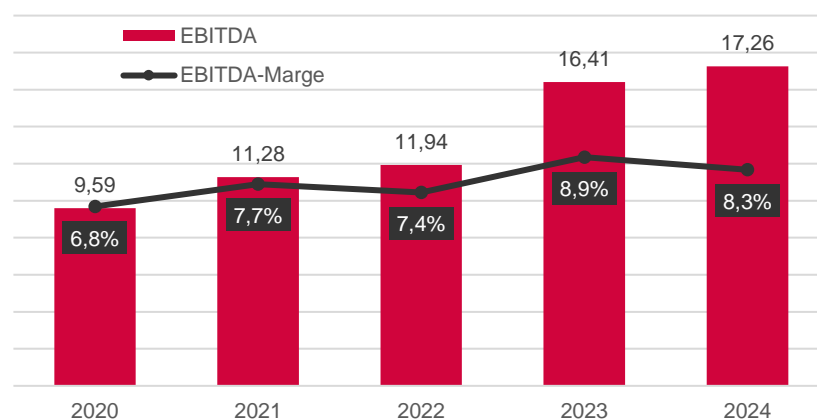
Besonders erfreulich war der Anstieg des Umsatzes mit eigener Software auf einen neuen Rekordwert von 19,27 Mio. € (VJ: 16,79 Mio. €). Zwar liegt der Umsatzanteil dieses besonders wertschöpfungsstarken Produktbereichs mit 9,3 % noch unter der Marke von 10,0 % und gleichzeitig unter dem historischen Niveau, dies ist jedoch eine Folge der hohen Akquisitionstätigkeit in den vergangenen Geschäftsjahren.

Die beiden Akquisitionen des Geschäftsjahres 2024 haben auch zu Verschiebungen innerhalb der beiden Berichtssegmente PLM und EIM geführt. Während das Segment EIM ein ausschließlich organisches Wachstum von 4,7 % auf 42,31 Mio. € (VJ: 40,40 Mio. €) erzielte, stieg der PLM-Umsatz vor allem durch anorganische Effekte um 14,3 % auf 165,02 Mio. € (VJ: 144,32 Mio. €).

Ergebnisentwicklung 2024

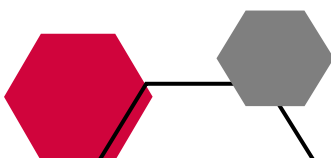
Der Anstieg des EBITDA um 5,2 % auf 17,26 Mio. € (VJ: 16,41 Mio. €) konnte mit der Umsatzsteigerung von 12,2 % nicht mithalten, was einen Rückgang der Marge auf 8,3 % (VJ: 8,9 %) zur Folge hat. Einen schlüssigen Erklärungsansatz liefert ein Blick auf die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die auf 18,50 Mio. € (VJ: 15,39 Mio. €) sichtbar angestiegen sind. Zum einen sind hier M&A bedingte Nebenkosten in Höhe von 1,12 Mio. € enthalten, die insbesondere im Zusammenhang mit der Akquisition der in den USA ansässigen Analysis Prime stehen. Ohne diesen Anstieg hätte die CENIT AG eine proportionale Steigerung des EBITDA in Höhe von 12,0 % erreicht.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Das EBITDA litt zudem unter der konjunkturell bedingten Nachfrageschwäche aus der Automobilindustrie sowie geringeren Abrufen aus der Luftfahrtindustrie, wodurch der übliche Ergebnissprung im vierten Quartal etwas flacher ausfiel. Das EBITDA des vierten Quartals lag mit 6,85 Mio. € (VJ: 6,94 Mio. €) trotz des

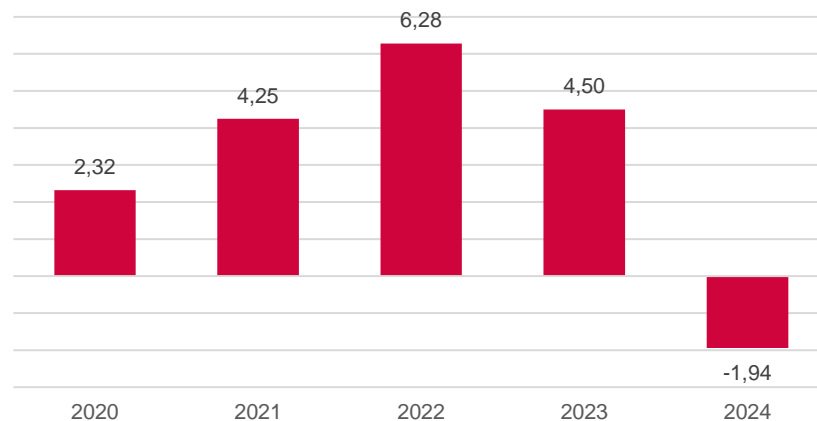


Ergebnisbeitrags der beiden 2024 akquirierten Unternehmen sogar unter dem Vorjahreswert.

Die hohe M&A-Aktivität der vergangenen Geschäftsjahre führte darüber hinaus zu einem sukzessiven Anstieg der so genannten PPA-Abschreibungen, die für den Großteil der Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte in Höhe von 4,53 Mio. € (VJ: 2,59 Mio. €) verantwortlich sind. Zusammen mit den Abschreibungen auf Sachanlagen und Leasingvermögen hat sich die Schere zwischen EBITDA und EBIT in den letzten Geschäftsjahren immer weiter geöffnet. Dies gilt auch für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024, in dem bei einer Steigerung des EBITDA um 5,2 % ein Rückgang des EBIT um -19,9 % auf 7,38 Mio. € (VJ: 9,22 Mio. €) zu verzeichnen war. Um ein aussagekräftigeres Bild der Ertragslage zu vermitteln, fokussiert sich das Management der CENIT AG verstärkt auf die Ergebniskennzahl EBITA (EBIT vor PPA- Abschreibungen). Das EBITA erhöhte sich leicht um 1,3 % auf 11,35 Mio. € (VJ. 11,20 Mio. €), die EBITA-Marge reduzierte sich aufgrund der genannten Faktoren auf 5,5 % (VJ. 6,1 %).

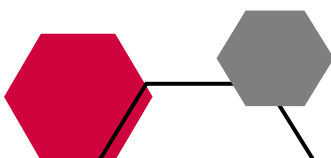
Unterhalb der operativen Ergebniskennzahlen weist die CENIT AG jedoch eine ungewöhnlich hohe Belastung im Finanzergebnis in Höhe von -8,07 Mio. € (VJ: -2,41 Mio. €) aus. Während die höhere Kreditinanspruchnahme im Zusammenhang mit den beiden Unternehmensakquisitionen zu einem Anstieg der Zinsaufwendungen führte, hatten außerordentliche Abwertungen von Finanzinstrumenten in Höhe von -5,60 Mio. € (VJ: -0,73 Mio. €) einen erheblichen negativen Einfluss. Zum einen ist hier die Abwertung der Optionen zum Erwerb der restlichen Anteile an der ISR (-1,87 Mio. €) enthalten. Zum anderen hat die CENIT AG die Beteiligung an der ASCon Systems Holding GmbH, die im März 2025 Insolvenz angemeldet hat, vorneweg vollständig abgeschrieben (-3,73 Mio. €).

EAT (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die Abwertungseffekte im Finanzergebnis haben somit das Ergebnis nach Steuern auf -1,94 Mio. € (VJ: 4,50 Mio. €) unter die Gewinnschwelle gedrückt. Dies ist jedoch als Sondersituation zu betrachten, zumal die Abschreibungen auf Finanzinstrumente einmaligen Charakter haben und keinen Einfluss auf die Cashflow-Entwicklung des Unternehmens haben.



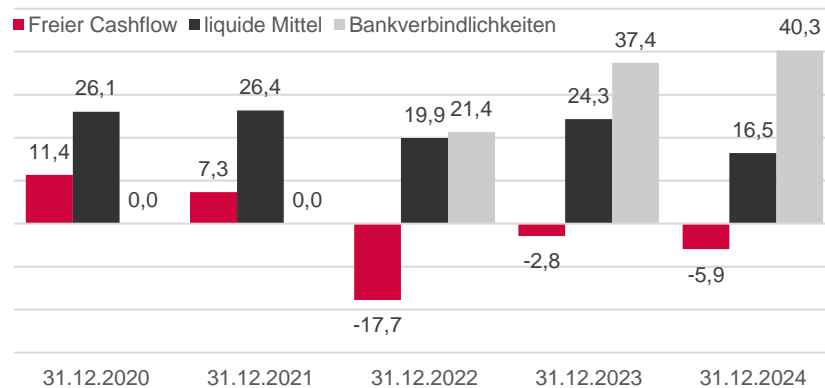
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2024

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital	43,65	44,78	45,00	47,44
EK-Quote	47,0%	35,3%	29,3%	30,3%
Liquide Mittel	26,36	19,91	24,34	16,46
Bankverbindlichkeiten	0,00	21,35	37,41	40,27
Operatives Anlagevermögen	15,25	23,23	26,36	37,42
Goodwill	6,91	27,76	34,24	41,69
Cashflow (operativ)	8,24	11,49	5,33	10,34
Cashflow (Investition)	-0,89	-29,23	-8,16	-16,27
Cashflow (Finanzierung)	-7,22	10,95	7,23	-2,02

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Im Verhältnis zum negativen Periodenergebnis und dem rückläufigen EBIT zeigt der deutliche Anstieg des operativen Cashflows auf 10,34 Mio. € (VJ: 5,33 Mio. €) den hohen Einfluss von nicht liquiditätswirksamen Sondereffekten auf das operative Ergebnis. Der niedrigere Cashflow im Geschäftsjahr 2023 war durch einen starken Anstieg der im Nettoumlaufvermögen gebundenen Liquidität geprägt, so dass der Anstieg des Cashflows in 2024 als Normalisierung angesehen werden kann. Der deutlich gestiegenen Innenfinanzierungskraft der CENIT AG steht ein akquisitionsbedingter Investitionscashflow in Höhe von -16,27 Mio. € (VJ: -8,16 Mio. €) gegenüber, der im Wesentlichen den Kaufpreisabfluss für den Erwerb der CCE (0,77 Mio. €) sowie für den Erwerb der Analysis Prime (12,74 Mio. €) enthält. Zusammen mit dem bereits bestehenden hohen Bestand an liquiden Mitteln wurden für den Erwerb der beiden Unternehmen neue Bankverbindlichkeiten aufgenommen, die sich zum 31.12.24 jedoch nur geringfügig auf 40,27 Mio. € (31.12.23: 37,41 Mio. €) erhöht haben.

Freier Cashflow, liquide Mittel, Bankverbindlichkeiten (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Der Zugang der beiden neuen Gesellschaften hat neben dem Rückgang der liquiden Mittel und dem Anstieg der Bankverbindlichkeiten zu einem sichtbaren Sprung des Anlagevermögens auf 37,42 Mio. € (31.12.23: 26,36 Mio. €) und des Firmenwertes auf 41,69 Mio. € (VJ: 34,24 Mio. €) geführt. Zukünftig werden die PPA-Abschreibungen daher noch stärker ansteigen, weshalb die neue Fokussierung auf das EBITA als Steuerungsgröße nachvollziehbar ist. Trotz der M&A-bedingten leichten Bilanzverlängerung hat sich die Eigenkapitalquote durch den hohen Zugang von Minderheitsanteilen auf 30,3 % (31.12.23: 29,3 %) leicht verbessert. Sie liegt damit deutlich über dem vom Unternehmen angestrebten Wert von 25 %.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	207,33	230,22	242,22	254,86
EBITDA (Marge)	17,26 (8,3%)	18,18 (7,9%)	24,38 (10,1%)	27,46 (10,8%)
EBITA (Marge)	11,35 (5,5%)	12,40 (5,4%)	18,53 (7,7%)	21,49 (8,4%)
EBIT (Marge)	7,38 (3,6%)	7,00 (3,0%)	13,40 (5,5%)	16,88 (6,6%)
Jahresüberschuss	-1,94	1,89	6,53	8,95
EPS in €	-0,23	0,23	0,78	1,07

Quelle: GBC AG

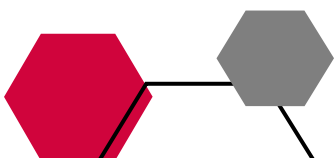
Umsatzprognosen 2025 - 2027

Das CENIT Management erwartet für das laufende Geschäftsjahr 2025 einen Konzernumsatz zwischen 229 Mio. € und 234 Mio. €. Das EBITA, also das EBIT vor PPA-Abschreibungen, soll dabei um rund 1,0 Mio. € auf 12,4 Mio. € (VJ: 11,35 Mio. €) steigen. Gleichzeitig wird jedoch aufgrund der höheren PPA-Abschreibungen mit einem Rückgang der EBIT-Marge auf mindestens 3,0 % (VJ: 3,6 %) gerechnet, wobei das EBIT in einer Bandbreite von 6,8 Mio. € bis 7,3 Mio. € erwartet wird. Während die Basis der zukünftigen Geschäftsentwicklung bisher sowohl auf organischem als auch auf anorganischem Wachstum beruhte, sind für das laufende Geschäftsjahr explizit keine weiteren Akquisitionen geplant. Das laufende Geschäftsjahr soll dazu genutzt werden, die internen Strukturen im derzeit herausfordernden Umfeld zu verbessern und die Effizienz zu steigern. Dazu gehören auch Restrukturierungsmaßnahmen, deren Umsetzung im laufenden Geschäftsjahr mit Sonderaufwendungen verbunden ist, die sich aber ab 2026 positiv auf das Ergebnis auswirken sollen.

Das damit in Aussicht gestellte rein organische Wachstum von 10,6 % bis 13,0 % sollte jedoch von der erstmaligen ganzjährigen Einbeziehung der Analysis Prime profitieren. Seit dem Erstkonsolidierungszeitpunkt 31.07.2024, also für einen Zeitraum von fünf Monaten, hat die Analysis Prime im Jahr 2024 Umsatzerlöse in Höhe von 7,36 Mio. € beigesteuert, im Gesamtjahr 2024 erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 16,91 Mio. €. Dieser Wert liegt unter den ursprünglichen Erwartungen und ist insbesondere auf Auftragsverschiebungen in das laufende Geschäftsjahr zurückzuführen. Im Conference Call zum Jahresabschluss 2024 stellte Peter Schneck einen erwarteten Umsatzbeitrag der Analysis Prime in Höhe von rund 28 Mio. USD (24,6 Mio. €) in Aussicht. Damit würde sich aus der ganzjährigen Einbeziehung der Analysis Prime ein zusätzlicher Umsatzbeitrag von 17,20 Mio. € gegenüber dem Vorjahr ergeben.

Für die übrigen Gesellschaften wird ein Umsatzwachstum von 5,0 % erwartet, was aus Sicht der CENIT AG die untere Grenze darstellt und angesichts der aktuellen konjunkturellen und weltpolitischen Herausforderungen ein Erfolg wäre. Nach wie vor sieht sich das Unternehmen, insbesondere nach den erfolgreichen Akquisitionen der vergangenen Jahre, gut positioniert, um an den übergeordneten Markttrends zu partizipieren. Unverändert besteht sowohl in der Produktion als auch in der Dokumentenverarbeitung eine hohe Nachfrage nach Digitalisierungsprozessen, die gerade im aktuellen Umfeld mit Kosteneinsparungen einhergehen können.

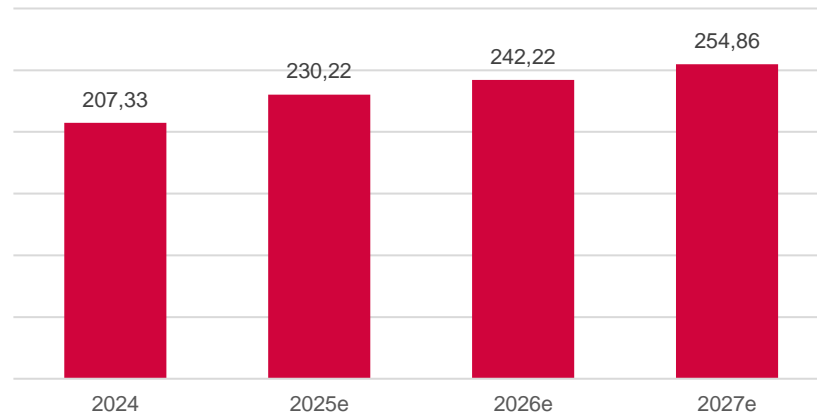
Positive Impulse auf der Kundenseite könnten beispielsweise aus dem Luftfahrtbereich (Kunde Airbus) kommen, der im vergangenen Geschäftsjahr von Liefereschwierigkeiten betroffen war und für einen Umsatzrückgang bei der CENIT AG in Höhe von rund 3,0 Mio. € verantwortlich war. Hier kam es zu einer Normalisierung der Auftragslage und gleichzeitig zu einer Vertragsverlängerung. Darüber hinaus



hat Dassault Systèmes langfristige Partnerschaften mit dem Volkswagen Konzern und der BMW Group vereinbart. Hiervon könnte die CENIT AG im Nachgang deutlich profitieren, z.B. bei der Anbindung an die SAP-Landschaft oder im Rahmen von Beratungsleistungen. Darüber hinaus könnte dies eine Signalwirkung auf Lieferanten haben, wodurch die CENIT AG direkte Umsätze generieren könnte. Schließlich adressiert die Gesellschaft derzeit insbesondere Segmente außerhalb der Automobil- und Luftfahrtindustrie. Ein Beispiel hierfür ist der Einstieg in die Baubranche, wo mit ALHO ein Kunde aus dem Bereich des modularen Bauens gewonnen werden konnte.

Für das Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 230,22 Mio. € und unterstellen dabei neben dem Basiseffekt der Analysis Prime ein Umsatzwachstum von 3,0%. Damit sind wir für das laufende Übergangsjahr 2025 etwas konservativer als das Management der CENIT, liegen aber innerhalb der erwarteten Umsatzbandbreite. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre gehen wir von einem Umsatzwachstum von jeweils 5 % aus, konzernweit sollte der Umsatz aufgrund der höheren Umsatzdynamik von Analysis Prime jedoch etwas stärker steigen.

Prognose der Umsatzerlöse (in Mio. €)

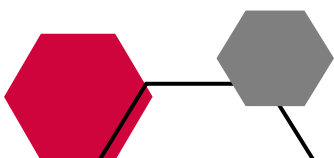


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2025 – 2027

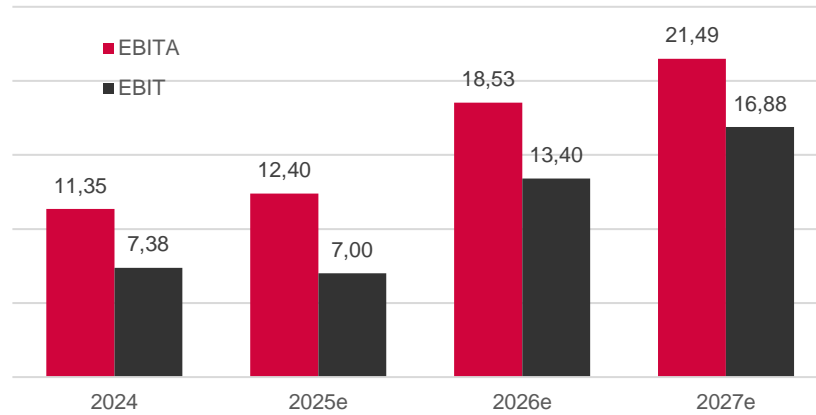
Die für das laufende Geschäftsjahr geplanten Restrukturierungsmaßnahmen, die insbesondere einen Personalabbau vorsehen, werden nach Unternehmensangaben mit Sonderaufwendungen in Höhe von 4,0 Mio. € verbunden sein. Sowohl die EBITA- als auch die EBIT-Prognose enthalten diesen Sondereffekt, so dass trotz der deutlichen Umsatzsteigerung auf EBITA-Basis nur eine leichte Steigerung und auf EBIT-Basis sogar ein Rückgang erwartet wird. Die EBIT-Prognose enthält den ganzjährigen Effekt der PPA-Abschreibungen auf die erworbenen Vermögenswerte von Analysis Prime, die im laufenden Geschäftsjahr mit rund 5,40 Mio. € (VJ: 3,97 Mio. €) erwartet werden.

Analog zur Guidance des Unternehmens erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr ein EBITA von 12,40 Mio. € (VJ: 11,35 Mio. €) und ein EBIT von 7,00 Mio. € (VJ: 7,38 Mio. €). Im kommenden Geschäftsjahr sollten die positiven Effekte in Höhe von 5,0 bis 5,5 Mio. € (nach CENIT Erwartungen) aus der laufenden Restrukturierung für einen sichtbaren Ergebnissprung sorgen. Auf Basis des erwarteten Umsatzwachstums und der wieder zunehmenden Bedeutung der eigenen Softwareumsätze, die im Rahmen der Akquisitionsstrategie verwässert wurden,



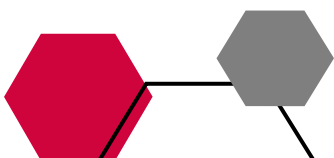
erwarten wir einen Anstieg der EBITA Marge auf 7,7% in 2026 (EBITA: 18,53 Mio. €) und auf 8,4% in 2027 (EBITA: 21,49 Mio. €).

Prognose EBITA und EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Im Ergebnis sollte sich der Wegfall der Abschreibungen auf Finanzanlagen in einem wieder positiven Nachsteuerergebnis niederschlagen. Die Aussetzung der Dividendenzahlung für das abgelaufene Geschäftsjahr sollte daher nur vorübergehender Natur sein.



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: 2,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % (bisher: 11,0 %) 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: 2,5 %).

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: 2,50%).

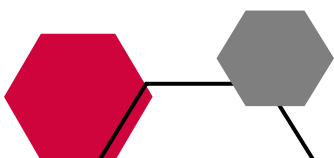
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,85 % (bisher: 9,85 %) (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: 9,46 %).

Bewertungsergebnis

Das DCF-Bewertungsergebnis liegt mit 19,00 € je Aktie unverändert gegenüber unserer bisherigen Bewertung. Dabei stehen marginalen Veränderungen bei den Prognosen der Geschäftsjahre 2025 und 2026 die erstmalige Hereinnahme des Geschäftsjahres 2027 in den konkreten Prognosezeitraum gegenüber, so dass sich etwaige Bewertungsänderungen gegenseitig aufheben.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	230,22	242,22	254,86	261,23	267,76	274,45	281,31	288,35	
Umsatzwachstum	11,0%	5,2%	5,2%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	18,18	24,38	27,46	28,74	29,45	30,19	30,94	31,72	
EBITDA-Marge	7,9%	10,1%	10,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBIT	7,00	13,40	16,88	18,15	19,94	21,30	22,42	23,41	
EBIT-Marge	3,0%	5,5%	6,6%	6,9%	7,4%	7,8%	8,0%	8,1%	8,1%
NOPLAT	4,76	9,38	11,81	12,71	13,96	14,91	15,70	16,39	16,79
Working Capital (WC)	10,00	10,80	11,24	11,52	11,81	12,10	12,41	12,72	
Anlagevermögen (OAV)	32,33	28,35	25,57	22,99	21,47	20,59	20,07	19,76	
Investiertes Kapital	42,33	39,15	36,81	34,51	33,28	32,69	32,47	32,48	
Kapitalrendite	10,1%	22,2%	30,2%	34,5%	40,4%	44,8%	48,0%	50,5%	51,7%
EBITDA	18,18	24,38	27,46	28,74	29,45	30,19	30,94	31,72	
Steuern auf EBITA	-2,24	-4,02	-5,06	-5,45	-5,98	-6,39	-6,73	-7,02	
Veränderung OAV	-6,10	-7,00	-7,80	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Veränderung WC	-0,20	-0,80	-0,44	-0,28	-0,29	-0,30	-0,30	-0,31	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	9,65	12,56	14,16	15,01	15,18	15,50	15,91	16,38	229,13

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,85%
Zielgewichtung	95,00%
Fremdkapitalkosten	3,00%
Zielgewichtung	5,00%
Taxshield	20,76%
WACC	9,47%

Ermittlung fairer Wert		GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft		194,70	200,58
Barwert expliziter FCFs		73,10	67,46
Barwert Continuing Value		121,60	133,12
Nettoschulden		27,87	18,23
Wert des Eigenkapitals		166,83	182,36
Fremde Gewinnanteile		-7,83	-8,56
Wert des Aktienkapitals		159,00	173,79
Ausstehende Aktien in Mio.		8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR		19,00	20,77

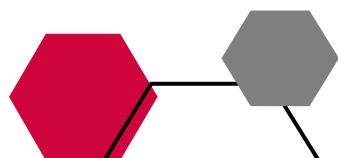
Sensitivitätsanalyse

	WACC				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
41,7%	18,88	17,35	16,05	14,93	13,97
46,7%	20,72	18,99	17,52	16,27	15,18
51,7%	22,56	20,63	19,00	17,60	16,39
56,7%	24,40	22,28	20,48	18,94	17,61
61,7%	26,24	23,92	21,95	20,27	18,82

KENNZAHLEN IM ÜBERBLICK

GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	184,72	207,33	230,22	242,22	254,86
Materialaufwand	-76,99	-85,33	-96,00	-103,91	-109,08
Rohertrag	107,73	122,01	134,22	138,31	145,78
Sonstige Erträge	2,88	2,54	1,50	1,50	1,50
Personalaufwand	-78,59	-88,05	-95,80	-94,84	-98,16
Abschreibungen	-7,19	-9,88	-11,18	-10,98	-10,58
Sonstige Aufwendungen	-15,61	-19,24	-21,74	-20,59	-21,66
Zinsergebnis	-2,41	-8,07	-2,70	-2,50	-2,40
EBT	6,81	-0,69	4,30	10,90	14,48
Steuern	-1,88	-0,88	-1,38	-3,27	-4,34
Minderheitenanteile	-0,43	-0,37	-1,03	-1,10	-1,18
EAT	4,50	-1,94	1,89	6,53	8,95
EBITDA	16,41	17,26	18,18	24,38	27,46
in % vom Umsatz	8,9%	8,3%	7,9%	10,1%	10,8%
EBITA	7,30	11,35	12,40	18,53	21,49
in % vom Umsatz	4,0%	5,5%	5,4%	7,7%	8,4%
EBIT	9,22	7,38	7,00	13,40	16,88
in % vom Umsatz	5,0%	3,6%	3,0%	5,5%	6,6%
EPS in €	0,54	-0,23	0,23	0,78	1,07
Dividende je Aktie in €	0,04	0,00	0,05	0,20	0,30

Quelle: CENIT AG; GBC AG



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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

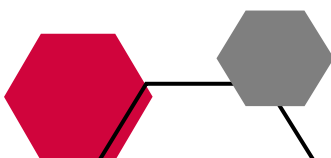
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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: <https://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.

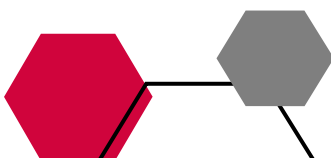
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 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., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

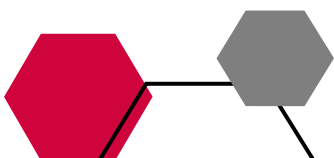
Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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 & INVESTMENTANALYSEN -

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