



## Researchstudie (Anno)

### CENIT AG



**Umsätze mit eigener Software unter Erwartungen, EBIT-Prognose daher verfehlt, Prognosen etwas konservativer ausformuliert, attraktive Perspektive gemäß „CENIT 2025“**

**Kursziel: 20,30 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 09.04.2019 (09:58 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 09.04.2019 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

## Cenit AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 20,30 €**  
**(bisher: 22,50 €)**

Aktueller Kurs: 13,40  
09.04.2019 / XETRA / 9:40

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100  
WKN: 540710  
Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,368  
Marketcap<sup>3</sup>: 112,13  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 91,59  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 78,8 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2017

Designated Sponsor:  
ODDO SEYDLER BANK AG

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Software

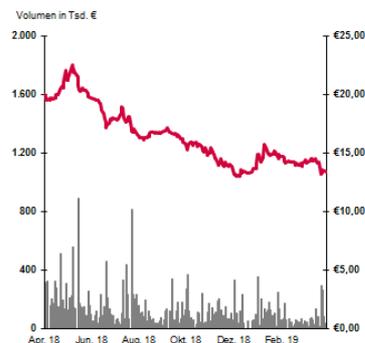
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 757 Stand: 31.12.2018

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM), Business Optimization & Analytics (BOA) und Application Management Services (AMS) seit über 25 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 17 Standorten in sechs Ländern mit über 750 Mitarbeitern vertreten. Diese arbeiten unter anderem für Kunden aus den Branchen Automobil, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Werkzeug- und Formenbau, Finanzdienstleistungen, Handel und Konsumgüter.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	169,99	170,00	178,50	187,43
EBITDA	11,95	16,13	18,25	19,22
EBIT	9,03	10,21	12,18	13,15
Jahresüberschuss	5,95	9,87	8,26	8,93

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,71	1,18	0,99	1,07
Dividende je Aktie	0,60	0,70	0,80	0,90

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,54	0,54	0,51	0,49
EV/EBITDA	7,67	5,68	5,02	4,77
EV/EBIT	10,15	8,97	7,52	6,96
KGV	18,85	11,36	13,58	12,56
KBV	2,87			

### Finanztermine

09.05.19: 3-Monatsbericht 2019  
13-15.05.19: Frühjahreskonferenz  
24.05.19: Hauptversammlung  
01.08.19: 6-Monatsbericht 2019  
05.11.19: 9-Monatsbericht 2019

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
08.11.2018: RS / 22,50 / KAUFEN  
03.08.2018: RS / 22,50 / KAUFEN  
17.05.2018: RS / 24,00 / KAUFEN  
11.04.2018: RS / 24,00 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die CENIT hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 zwar mit 169,99 Mio. € (VJ: 151,70 Mio. €) einen neuen Umsatzrekordwert erreicht, insgesamt wurden aber unsere Prognosen sowie die ursprüngliche Unternehmens-Guidance verfehlt. Gemäß Unternehmensprognosen wurden Umsatzerlöse in Höhe von 175 – 180 Mio. € in Aussicht gestellt. Als Hauptursache für die unter den Erwartungen gebliebene Umsatzentwicklung wird der deutliche Rückgang der Umsätze mit Eigensoftware genannt. Diese lagen insbesondere aufgrund Entwicklungsverzögerungen bei neuen Softwarefunktionen der digitalen Fabrik mit 15,45 Mio. € (VJ: 17,56 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes.
- Erwartungsgemäß kletterten aber die Umsätze mit Fremdsoftware, nachdem die in 2017 erworbene KEONYS in 2018 erstmals über ein volles Geschäftsjahr in der CENIT-Gruppe eingegliedert war, deutlich auf 104,30 Mio. € (VJ: 82,36 Mio. €). Die französische KEONYS agiert dabei als Reseller von PLM-Lösungen von Dassault Systèmes. Mit dem Erwerb dieser Gesellschaft avancierte die CENIT AG zum weltweit größten VAR für Dassault-Lösungen. Der erreichte Anstieg bei den Gesamtumsätzen ist demnach ausschließlich diesem anorganischen Effekt zuzuschreiben. Organisch hätte die CENIT AG eine insgesamt um 2,2 % rückläufige Umsatzentwicklung ausgewiesen.
- Da die rückläufige Umsatzentwicklung auf eine Minderung der besonders margenstarken Eigensoftware-Umsätze basierte, hatte dies eine starke Auswirkung auf die operative Ergebnisentwicklung der CENIT AG. Entsprechend reduzierte sich das EBIT auf 9,03 Mio. € (VJ: 12,84 Mio. €) und die dazugehörige EBIT-Marge auf 5,3 % (VJ: 8,5 %). Auch wenn durch den KEONYS-Erwerb das Rentabilitätsniveau grundsätzlich niedriger ausfällt, ist das 2018er EBIT unter den Erwartungen ausgefallen. Laut im Jahresverlauf angepasster Unternehmensprognose war ein EBIT in Höhe von rund 10 Mio. € in Aussicht gestellt.
- Entsprechend verhalten fällt die Unternehmensprognose für das laufende Geschäftsjahr 2019 aus. In den erwarteten Umsätzen in Höhe von rund 170 Mio. € sowie im EBIT in Höhe von rund 10,00 Mio. € erkennen wir auch die Erwartung einer konjunkturell bedingten schwächeren Nachfrageentwicklung. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2018 hat das CENIT-Management zudem die Eckdaten der langfristigen Planung „CENIT 2025“ bekannt gegeben. In 2025 sollen demnach Umsatzerlöse in Höhe von 300 Mio. €, ein Eigensoftware-Anteil von über 10 % sowie eine EBIT-Marge in Höhe von 8 – 10 % erreicht werden.
- Auf dieser Basis haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen ausformuliert, wobei wir aber noch unter den „CENIT 2025“-Vorgaben bleiben. Grundsätzlich gehen wir aber von einer tendenziellen Verbesserung beim Produktmix, mit einem höheren Anteil an Umsätzen mit eigener Software aus, was sich positiv auf die Ergebnisentwicklung auswirken sollte. Bis zum Geschäftsjahr 2021, unserer letzten Schätzperiode, sollte das EBIT überproportional ansteigen und eine EBIT-Marge von 7,0 % erreichen.
- Auf dieser Basis haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 20,30 € (bisher: 22,50 €) je Aktie ermittelt. Wir haben dabei die Auswirkungen aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 berücksichtigt, wonach einerseits eine Bilanzverlängerung in Höhe von 16,2 Mio. € sowie andererseits Verschiebungen innerhalb der GuV-Positionen entstehen. Die GuV-Auswirkungen halten sich jedoch, zumindest bei der Betrachtung auf EBIT-Basis, in Grenzen. Ausgehend

vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 13,40 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN. Erwähnenswert ist zudem die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,60 €, was einer hohen Dividendenrendite von 4,5 % entspricht. Die geplante Dividende liegt zwar unter dem Niveau der Vorjahre (Dividenden in Höhe von 0,90 € - 1,00 € je Aktie), hierbei handelt es sich aber um eine Rückkehr zur Ausschüttungspolitik von 50 % des AG-Jahresgewinns. In den Vorjahren wurde jeweils, aufgrund der guten Liquiditätsausstattung, zeitlich begrenzt eine Sockeldividende ausgeschüttet, welche nun ausgelaufen ist.

## INHALTSVERZEICHNIS

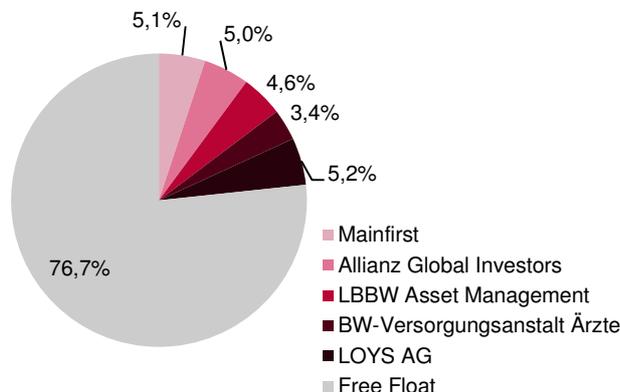
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Produktsegmente .....	5
PLM (Product Lifecycle Management) .....	5
EIM (Enterprise Information Management) .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2018 .....	9
Umsatzentwicklung 2018 .....	9
Ergebnisentwicklung 2018 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018 .....	12
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>13</b>
Bewertung .....	15
Modellannahmen .....	15
Bestimmung der Kapitalkosten .....	15
Bewertungsergebnis .....	15
DCF-Modell .....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Mainfirst	5,1%
Allianz Global Investors	5,0%
LBBW Asset Management	4,6%
Baden-Würt. Versorgungsanstalt für Ärzte, Zahnärzte	3,4%
LOYS AG	5,2%
<b>Free Float</b>	<b>76,7%</b>

Quelle: CENIT AG; GBC AG



### Produktsegmente

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

#### **PLM (Product Lifecycle Management)**

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

In erster Linie fungiert die CENIT in diesem Produktsegment als integrierter Value Added Reseller (VAR) von Lösungen von Dassault Systèmes, dem mit einem weltweiten Marktanteil von 33 % 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, welche, ergänzt um Partnersoftware, den großen Teil des Fertigungsprozesses abdeckt. Die softwareseitige Unterstützung dieser digitalen Fabriken deckt die Bereiche Projektierung, Simulation und Optimierung von Fertigungsprozessen bis hin zur Programmierung von NFC und Roboterzellen ab.

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

### ***EIM (Enterprise Information Management)***

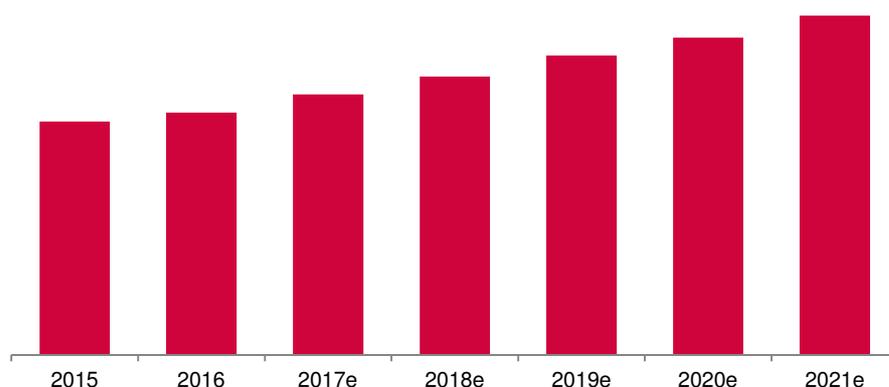
Ein Enterprise Information Management-System erlaubt das effiziente Erfassen, die Verwaltung, Speicherung und Bereitstellung von Daten und Dokumenten und dient der Unterstützung von organisatorischen Prozessen. Ziel der Implementierung eines EIM-Systems ist die Erstellung einer einheitlichen Informationsplattform,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

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

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die CENIT AG ist als Value Added Reseller von Produktlösungen von Dassault sowie über den Verkauf der eigenen Software vornehmlich im PLM-Bereich tätig. Dem globalen PLM-Markt wird von verschiedenen Analysehäusern eine hohe Wachstumsdynamik zugesprochen, welche auch in den kommenden Jahren anhalten soll. Gemäß ResearchAndMarkets wird das Marktvolumen für das Jahr 2017 auf 43,5 Mrd. USD geschätzt. Bis zum Jahr 2023 soll dieses, mit einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum von 6,4 %, auf dann 63,2 Mrd. USD zulegen. Ähnlich dynamisch wird das Wachstum vom Analysehaus Market Research Future eingestuft. Zwischen 2018 und 2023 soll der weltweite PLM-Markt mit einem CAGR von 7,1 % von 40,1 Mrd. USD auf rund 60 Mrd. USD ansteigen.

### Wachstum globaler PLM-Markt (in Mrd. USD)



Quelle: CIMdata; GBC AG

Als wichtiger Faktor für das Wachstum des PLM-Segments wird die zunehmende Verbreitung von cloudbasierten Lösungen angesehen. Zudem soll eine zunehmende Fokussierung auf Prozessoptimierungen der Unternehmen in Verbindung mit einer zunehmenden Verfügbarkeit von PLM-Lösungen zu erschwinglichen Preisen das Marktwachstum antreiben.

Die CENIT AG partizipiert an diesen positiven Marktvorgaben sowohl als VAR für Dassault Systèmes als auch über den Vertrieb der eigenen Software. Dabei ist der französische PLM-Anbieter Dassault Systèmes mit einem Marktanteil von 33 % der mit Abstand größte Player in diesem Marktsegment. Die nächstgrößeren Anbieter Siemens, PTC sowie Autodesk weisen deutlich kleinere Marktanteile zwischen 6 % - 21 % auf. Mit dem Erwerb von Keonys ist die CENIT AG zum weltweit größten Reseller von Dassault-PLM-Software avanciert.

Deutlich dynamischer als das PLM-Segment präsentiert sich der Markt für Enterprise Information Management Software (EIM). Eines der wichtigsten Trends für diesen Marktbereich ist der anhaltende Digitalisierungstrend bei den Unternehmen. Gemäß Analysehaus Technavio hätten dabei verschiedene Innovationen wie Cloud Computing, Blockchain, Advanced Analytics, Big Data und IoT den Bedarf an der Einführung von EIM-Lösungen erheblich gesteigert. Die immer größer werdenden Datenmengen verlangen dabei nach Lösungen, diese strukturiert zusammenzufassen und aufzubereiten. Vor diesem Hintergrund sollte gemäß Technavio das Marktwachstum im EIM-Segment bis zum Jahr 2022 mit einem CAGR von 18 % deutlich wachsen.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	151,70	169,99	170,00	178,50	187,43
Materialaufwand	-69,33	-84,24	-81,60	-85,14	-89,40
<b>Rohertrag</b>	<b>82,38</b>	<b>85,75</b>	<b>88,40</b>	<b>93,36</b>	<b>98,02</b>
Sonstige betriebliche Erträge	1,46	1,88	1,52	1,50	0,80
Personalaufwand	-53,06	-58,57	-59,80	-62,19	-63,75
Abschreibungen	-2,43	-2,92	-5,92*	-6,07*	-6,07*
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,51	-17,11	-13,99*	-14,41*	-15,86*
Zinsergebnis	-0,17	-0,07	0,00	0,00	0,00
<b>EBT</b>	<b>12,67</b>	<b>8,96</b>	<b>10,21</b>	<b>12,18</b>	<b>13,15</b>
Steuern	-3,69	-2,83	-3,16	-3,78	-4,08
Minderheitenanteile	-0,19	-0,18	-0,17	-0,15	-0,15
<b>Nachsteuerergebnis</b>	<b>8,80</b>	<b>5,95</b>	<b>6,87</b>	<b>8,26</b>	<b>8,93</b>
EBITDA	15,27	11,95	16,13*	18,25*	19,22*
in % der Umsatzerlöse	10,1%	7,0%	9,5%	10,2%	10,3%
EBIT	12,84	9,03	10,21	12,18	13,15
in % der Umsatzerlöse	8,5%	5,3%	6,0%	6,8%	7,0%
Ergebnis je Aktie in €	1,05	0,71	0,82	0,99	1,07
Dividende je Aktie in €	1,00	0,60	0,70	0,80	0,90

Quelle: CENIT AG; GBC AG; \*Hier liegen Einflüsse aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 vor. IFRS 16 führt zu einem Anstieg der Abschreibungen, bei einem gleichzeitigen Rückgang der operativen Aufwendungen im Zusammenhang mit Leasinggegenständen. Letztendlich führt dies zu einem zu hohen Ausweis des EBITDA, welches wir im DCF-Bewertungsmodell um nicht liquiditätswirksame Effekte bereinigt haben.

## Geschäftsentwicklung 2018

In Mio. €	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	123,77	151,70	169,99
Umsatzerlöse – PLM	102,90	132,65	154,14
Umsatzerlöse – EIM	20,87	19,05	15,85
EBIT	11,85	12,84	9,03
EBIT-Marge	9,6%	8,5%	5,3%
Jahresüberschuss	8,08	8,80	5,95
EPS in €	0,97	1,05	0,71

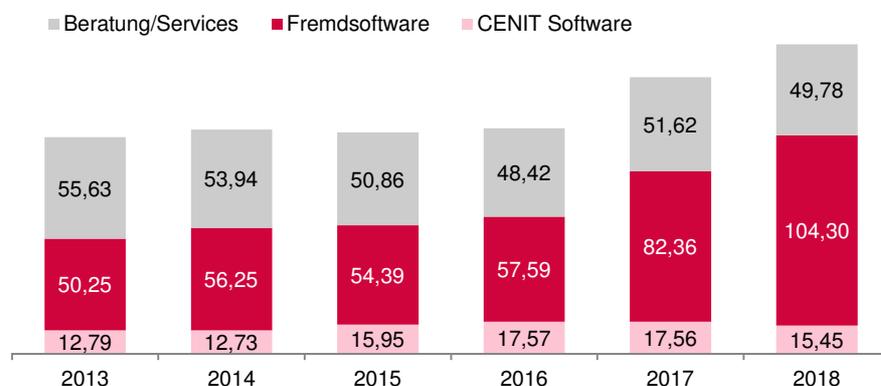
Quelle: CENIT AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2018

Bereits unterjährig war es ersichtlich, dass die CENIT AG auf Umsatzebene in 2018 einen neuen Rekordwert erzielen würde. Mit Umsätzen in Höhe von 169,99 Mio. € (VJ: 151,70 Mio. €) wurde erwartungsgemäß der Vorjahreswert um 12,1 % deutlich übertroffen. Ursprünglich hatte das CENIT-Management sogar Umsätze in einer Bandbreite von 175 – 180 Mio. € in Aussicht gestellt, eine Prognose, die damit leicht verfehlt wurde. Die Hauptursache dafür ist der deutliche Rückgang der margenstarken Umsätze mit Eigensoftware, die um 2,11 Mio. € bzw. um 12,0 % unter dem Vorjahreswert lagen. Laut Unternehmensangaben haben hier Entwicklungsverzögerungen bei neuen Softwarefunktionen insbesondere bei Softwarelösungen der digitalen Fabrik (PLM-Segment) dazu geführt. Wir gehen davon aus, dass diese Entwicklungsverzögerungen nur temporärer Natur sind und entsprechend im laufenden Geschäftsjahr wieder steigende Eigensoftwareumsätze erreicht werden.

Die größten Wachstumsimpulse steuerte der Bereich Fremdsoftware bei, der unverändert maßgeblich vom Erwerb (Akquisition zum 01.07.17) der KEONYS profitierte. KEONYS agiert dabei als VAR von PLM-Lösungen von Dassault Systèmes mit dem regionalen Schwerpunkt Frankreich, Belgien und Niederlande. Unseren Berechnungen zufolge dürfte die neue französische Tochtergesellschaft in 2018 Umsatzerlöse, die erstmals ganzjährig in der CENIT-GuV einbezogen waren, in Höhe von rund 53 Mio. € erwirtschaftet haben. Im Vorjahr, in dem die Umsätze nur für sechs Monate einbezogen waren, belief sich das anorganische Umsatzwachstum auf 28,88 Mio. €. Bereinigt um diesen Effekt hätte die CENIT organisch eine um 2,2 % rückläufige Umsatzentwicklung ausgewiesen.

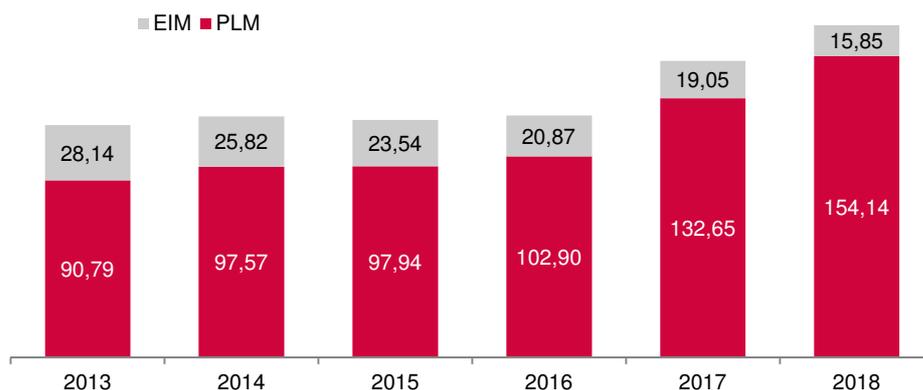
## Produktbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Mit dem KEONYS-Erwerb avancierte die CENIT AG zum weltweit größten VAR von Dassault-Lösungen. Gleichzeitig erfährt damit der Produktbereich PLM, welcher von Umsatzerlösen in Höhe von rund 100 Mio. € auf über 150 Mio. € deutlich zugelegt hat, einen erheblichen Bedeutungsgewinn innerhalb der Gesamtumsätze. Demgegenüber steht aber eine nur unterproportionale Umsatzentwicklung im Bereich EIM. Wie auch schon im Vorjahr, lag der Fokus der Gesellschaft in diesem Bereich rein auf der Profitabilität der Aufträge, was zur Folge hat, dass Aufträge geringer Rentabilität zulasten des Umsatzniveaus bewusst nicht angenommen wurden.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)

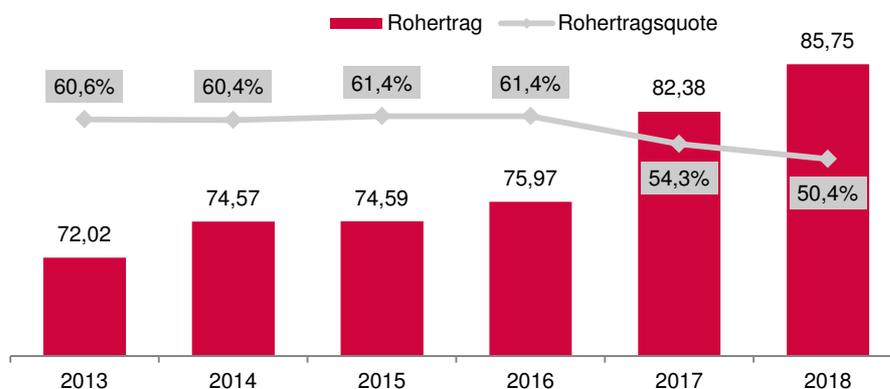


Quelle: CENIT AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 2018

Der deutlich gestiegene Anteil an Fremdsoftware-Umsätzen geht naturgemäß mit einer Verringerung des Rohertrages einher. In 2018 kam aber erschwerend der Rückgang der Eigenlizenzz Umsätze hinzu, was eine zusätzliche Margenbelastung nach sich gezogen hatte. Dementsprechend reduzierte sich die Rohertragsmarge weiter auf 50,4 % (VJ: 54,3 %) und damit kletterte der Rohertrag, im Vergleich zum Umsatzanstieg, nur unterproportional. Vor dem KEONYS-Erwerb hatte die CENIT AG aufgrund des geringeren Anteils an Fremdsoftwareumsätzen noch Rohertragsmargen in Höhe von über 60 % ausgewiesen.

### Entwicklung Rohertrag (in Mio. €) und Rohmarge (in %)

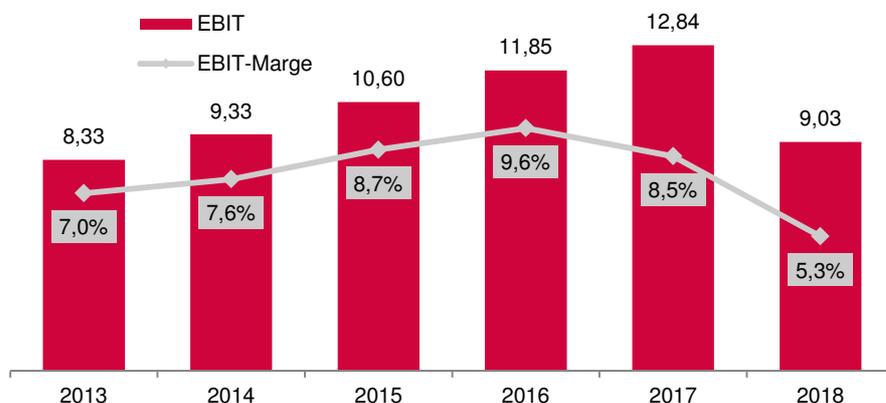


Quelle: CENIT AG; GBC AG

Mit der Integration der KEONYS ist insgesamt die operative Kostenbasis angestiegen. Sichtbar wird dies beispielsweise anhand des Mitarbeiterzuwachses auf durchschnittlich 751 (VJ: 682), was mit entsprechenden höheren Belastungen einhergegangen ist. Das

rückläufige EBIT auf 9,03 Mio. € (VJ: 12,84 Mio. €) ist daher ein Ausdruck der gestiegenen operativen Kosten, vor allem jedoch der rückläufigen Eigenlizenerträge. Damit wurden sowohl die Unternehmens-Guidance (EBIT-Prognose: rund 10 Mio. €) als auch unsere Prognosen nicht erreicht.

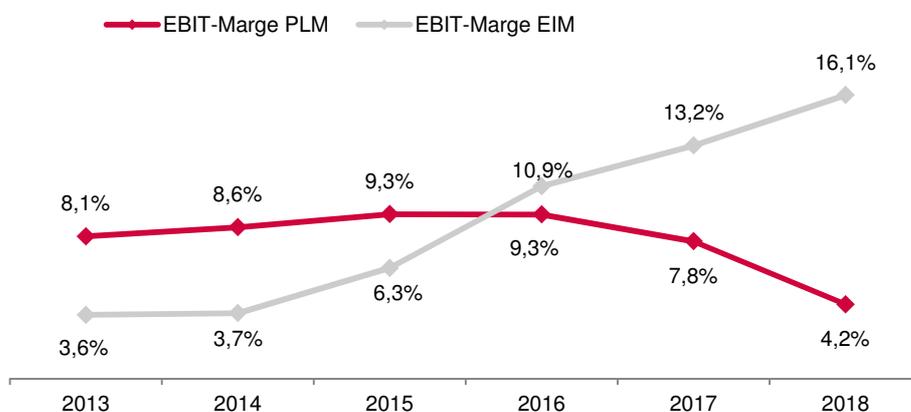
#### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

In der Darstellung der segmentbezogenen EBIT-Entwicklung wird es ersichtlich, dass die Bemühungen der Gesellschaft die Rentabilität des EIM-Bereiches zu steigern, Früchte trägt. Im Gegensatz hierzu war das PLM-Segment von der dargestellten Entwicklungsverzögerung bei der Eigensoftware der digitalen Fabrik negativ beeinflusst, was sich entsprechend belastend ausgewirkt hatte:

#### Segmentbezogene Entwicklung der EBIT-Margen



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Der EBIT-Rückgang schlägt sich bei der CENIT AG, bei einem nicht relevanten Finanzergebnis sowie nach Abzug von Steueraufwendungen (Steuerquote: 31,6 %), direkt auf das Nachsteuerergebnis durch. Unterm Strich lag der Jahresüberschuss bei 5,95 Mio. € (VJ: 8,80 Mio. €). Auf dieser Basis wird die Gesellschaft einen Dividendenvorschlag von 0,60 € (VJ: 1,00 €) je Aktie der Hauptversammlung unterbreiten.

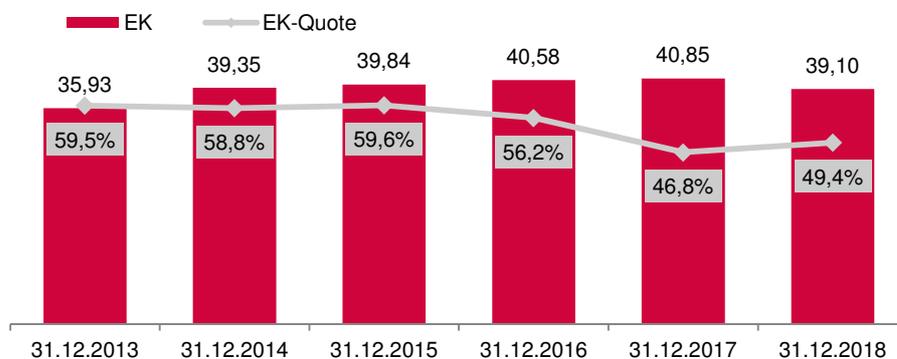
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	40,58	40,85	39,10
EK-Quote (in %)	56,2%	46,8%	49,4%
Liquide Mittel	33,61	23,69	18,04
Working Capital	-0,95	1,81	1,48
Operatives Anlagevermögen	7,44	17,55	16,17
Cashflow (operativ)	9,06	3,92	9,62
Cashflow (Investition)	-1,22	-7,74	-3,83
Cashflow (Finanzierung)	0,00	-8,52	-8,52

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Das Bilanzbild der CENIT AG ist zum 31.12.18 gegenüber dem Vorjahresstichtag nahezu unverändert geblieben. Der KEONYS-Erwerb und die damit in Verbindung stehenden Auswirkungen auf die CENIT-Bilanz waren bereits zum 31.12.2017 bilanziert. Beim Eigenkapital weist die Gesellschaft, trotz des positiven Nachsteuerergebnisses, eine leicht rückläufige Entwicklung auf. Dies liegt an der in 2018 erfolgten Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2017 in Höhe von 8,52 Mio. €, welche damit deutlich über dem Gesamtperiodenergebnis lag. Trotz rückläufigem Eigenkapital hatte die Bilanzverkürzung des vergangenen Geschäftsjahres eine leichte Verbesserung der EK-Quote auf 49,4 % (31.12.17: 46,8 %) nach sich gezogen. Nach wie vor ist die EK-Ausstattung als ausreichend zu bezeichnen:

### Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die dargestellte Dividendenausschüttung in Höhe von 8,52 Mio. € zusammen mit dem Investitions-cashflow in Höhe von 3,83 Mio. € (davon 2,00 Mio. € für eine Beteiligung in Höhe von 5,0 % an der DELTA Management Beratung GmbH) überstiegen den Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft in Höhe von 9,62 Mio. €. Am Ende des Geschäftsjahres 2018 weist die CENIT AG daher einen niedrigeren Liquiditätsbestand in Höhe von 18,04 Mio. € (31.12.17: 23,69 Mio. €) auf. Erwähnenswert ist hier zudem der Umstand, wonach die CENIT AG zum 31.12.18 keinerlei Bankverbindlichkeiten ausweist, so dass die Nettoliquidität exakt den liquiden Mitteln entspricht.

*Hinweis: Mit dem Inkrafttreten des IFRS 16, wonach künftig alle Leasingverträge bilanziert werden, wird die CENIT AG eine deutliche Bilanzsummenausweitung vorweisen. Die für die Gesellschaft relevanten Verträge umfassen die Mietverträge für Büroräume, PKW sowie für Hardware und Software und summieren sich auf insgesamt 16,12 Mio. €. Auf der Aktiva wird das Sachanlagevermögen sowie auf der Passiva die langfristigen Schulden in der gleichen Höhe jeweils zunehmen. Als Folge wird die Gesellschaft, rechnerisch, eine deutliche Reduktion der EK-Quote aufweisen.*

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

In Mio. €	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	169,99	170,00	178,50	187,43
EBIT	9,03	10,21	12,18	13,15
EBIT-Marge	5,3%	6,0%	6,8%	7,0%
Jahresüberschuss	5,95	6,87	8,26	8,93
EPS in €	0,71	0,82	0,99	1,07

Quelle: CENIT AG; GBC AG

*Hinweis: die erstmalige Anwendung von IFRS 16 wird, neben der Bilanzverlängerung, auch Effekte auf die Gewinn- und Verlustrechnung der CENIT AG haben. Die operativen Leasingkosten, also die Mietaufwendungen, die bisher in den sonstigen betrieblichen Erträgen erfasst waren, werden künftig nicht mehr als Kostenposition dargestellt, was einen positiven Effekt auf das EBITDA hat. Gemäß Unternehmensangaben beläuft sich der positive Effekt in 2019 auf 3,12 Mio. €. Demgegenüber werden aufgrund der Aktivierung der Leasingschuld Abschreibungen erfasst, die in 2019 die Gesamtabschreibungen um 3,00 Mio. € anheben dürften. Beide Effekte heben sich, zumindest bei der Betrachtung auf EBIT-Ebene, größtenteils auf. Der von der Gesellschaft berechnete Effekt auf den Jahresgewinn dürfte bei 0,09 Mio. € liegen.*

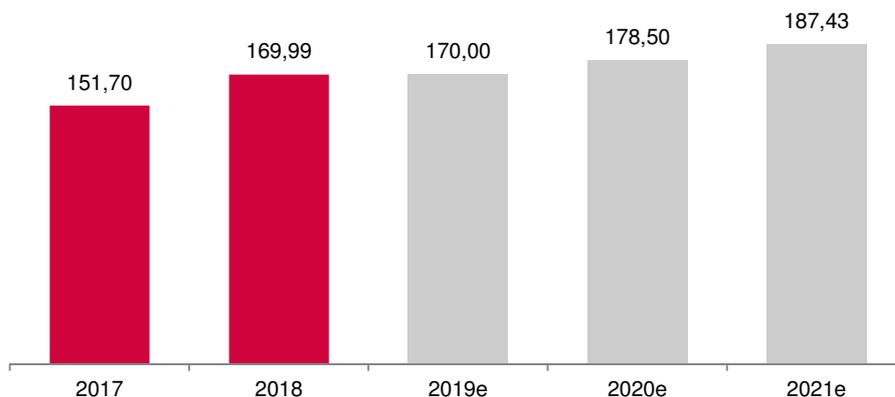
Mit Veröffentlichung der Unternehmensprognose wurde für das laufende Geschäftsjahr 2019 ein Umsatz auf Vorjahreshöhe in Höhe von rund 170,00 Mio. € sowie eine EBIT-Verbesserung auf rund 10,00 Mio. € erwartet. Unserer Ansicht nach ist diese verhaltene Prognose ein Resultat einer erwarteten konjunkturell bedingten schwächeren Nachfrageentwicklung. So sieht der Vorstand beispielsweise keine positiven Impulse aus dem Bereich Automotive, der für das PLM-Segment besonders wichtig ist. Die 2019er Guidance liegt unterhalb unserer bisherigen Erwartung (GBC-Prognose bisher: Umsatzerlöse: 183,98 Mio. €; EBIT: 11,98 Mio. €), weswegen wir eine Reduktion unserer Schätzungen vornehmen.

Zugleich hat das CENIT-Management erstmals die Mehrjahresplanung „CENIT 2025“ präsentiert. Die Eckdaten: Umsatzerlöse in Höhe von 300 Mio. €, Eigensoftwareumsätze: >10 %; EBIT-Marge: 8 – 10 %. Die ursprüngliche bisherige Mehrjahresplanung „CENIT 2020“ sah bis zum Jahr 2020 Umsatzerlöse in Höhe von über 170 Mio. €, eine Steigerung des CENIT-Softwareanteils auf 20 % sowie die Ziel-EBIT-Marge von 10 % vor. Rückblickend wurde, vor allem aufgrund der KEONYS-Akquisition, die Umsatzzielgröße erreicht wohingegen sich die anderen Zielsetzungen als zu ambitioniert erwiesen hatten. Dementsprechend werden wir in unseren Prognosen sowie in der langfristigen zweiten Phase des DCF-Bewertungsmodells, insbesondere im Hinblick auf CENIT 2025, konservativ unterhalb der Unternehmenserwartungen liegen.

Besonders im Fokus steht dabei, nach dem erfolgten Ausbau des VAR-Geschäftes sowie der regionalen Expansion, die Fortsetzung bei der eigenen Softwareentwicklung. Ziel ist es, den Anteil der eigenen Software an den Gesamtumsätzen zu steigern, um damit letztendlich auch die Rentabilität anzuheben. Parallel dazu soll mit den Partnern Dassault Systèmes, SAP und IBM die Zusammenarbeit fortgeführt werden, um sich dort als strategischer Partner dauerhaft zu etablieren. Auch hier ist der KEONYS-Erwerb ein wichtiger Schritt gewesen, wodurch die CENIT AG zum weltweit größten Reseller der Dassault-Software avanciert ist.

In unseren Umsatzschätzungen berücksichtigen wir zudem die weiter verbesserte Auftragslage, mit einem Anstieg des Auftragsbestandes auf 53,39 Mio. € (VJ: 45,48 Mio. €).

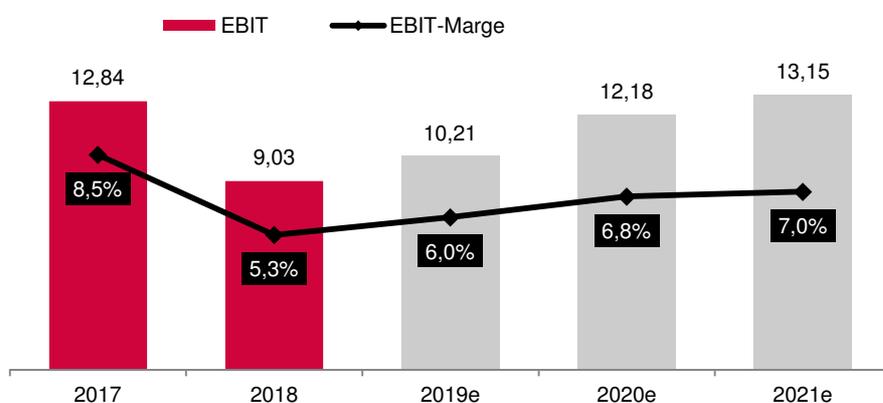
### Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Beim EBIT sollte ein leicht zugunsten der margenstärkeren Eigenlizenzumsätze veränderter Produktmix zu einer überproportionalen EBIT-Verbesserung führen. Nach Unternehmensprognose sollte es in 2019 daher zu einem Anstieg der EBIT-Marge von 5,3 % (GJ 2018) auf 6,0 % (GJ 2019e) kommen. Sollten die Umsätze mit eigener Software zunehmen, dürfte das anvisierte Margenniveau unserer Ansicht nach problemlos erreichbar sein. Auch für die Folgejahre rechnen wir mit einer tendenziellen Verbesserung der Rohertragsmarge, verbunden mit einem nur unterproportionalen Anstieg bei den sonstigen operativen Aufwendungen. Demnach erwarten wir für 2021 eine EBIT-Marge von 7,0 %, was aber nach wie vor unterhalb der von der CENIT AG genannten Zielgröße von 8 - 10 % liegt.

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



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Die EBIT-Schätzung dient als Grundlage für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells. Wie eingangs beschrieben, werden die Anpassungen nach IFRS 16 keine maßgeblichen Auswirkungen auf das EBIT haben. Jedoch haben wir den erwarteten deutlichen Anstieg des Anlagevermögens in Höhe von 16,12 Mio. € in dem Bewertungsmodell berücksichtigt. Da es sich hierbei aber um keinen liquiditätswirksamen Effekt handelt, haben wir diesen im DCF-Modell bereinigt („nicht liquiditätswirksame Effekte“).

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

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

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

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

### ***Bewertungsergebnis***

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 20,30 € je Aktie (bisher: 22,50 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei ausschließlich auf die Anpassung der Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2019 und darauf basierend für die folgenden Geschäftsjahre zurückzuführen.

## DCF-Modell

### CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,3%	ewige EBITA - Marge	8,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	29,1%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	2,1%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	170,00	178,50	187,43	191,17	195,00	198,90	202,87	206,93	
US Veränderung	0,0%	5,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,97	7,32	9,00	11,08	13,24	15,38	17,39	19,22	
EBITDA	16,13	18,25	19,22	19,61	20,00	20,40	20,81	21,22	
EBITDA-Marge	9,5%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	
EBITA	10,21	12,18	13,15	13,54	14,97	16,11	17,04	17,82	
EBITA-Marge	6,0%	6,8%	7,0%	7,1%	7,7%	8,1%	8,4%	8,6%	8,3%
Steuern auf EBITA	-3,16	-3,78	-4,08	-4,20	-4,64	-4,99	-5,28	-5,53	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	7,04	8,41	9,08	9,34	10,33	11,11	11,76	12,30	
Kapitalrendite	39,9%	27,6%	33,1%	37,6%	48,4%	58,9%	68,5%	76,9%	79,4%
Working Capital (WC)	2,00	3,00	4,00	4,07	4,15	4,24	4,32	4,41	
WC zu Umsatz	1,2%	1,7%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
Investitionen in WC	-0,52	-1,00	-1,00	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,45	24,39	20,82	17,25	14,72	12,93	11,66	10,76	
AFA auf OAV	-5,92	-6,07	-6,07	-6,07	-5,03	-4,29	-3,77	-3,40	
AFA zu OAV	20,8%	24,9%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	
Investitionen in OAV	-18,20	-2,00	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Investiertes Kapital	30,45	27,39	24,82	21,32	18,88	17,17	15,99	15,17	
EBITDA	16,13	18,25	19,22	19,61	20,00	20,40	20,81	21,22	
Steuern auf EBITA	-3,16	-3,78	-4,08	-4,20	-4,64	-4,99	-5,28	-5,53	
Investitionen gesamt	-5,52	-6,00	-6,50	-5,57	-5,58	-5,58	-5,58	-5,59	
Investitionen in OAV	-18,20	-2,00	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Investitionen in WC	-0,52	-1,00	-1,00	-0,07	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	
nicht liquiditätswirksame Effekte	13,20	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Freie Cashflows	7,44	8,47	8,64	9,84	9,78	9,82	9,94	10,11	177,99

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	148,01	152,26
Barwert expliziter FCFs	48,08	43,74
Barwert des Continuing Value	99,93	108,52
Nettoschulden (Net debt)	-22,96	-24,74
Wert des Eigenkapitals	170,97	177,00
Fremde Gewinnanteile	-1,11	-1,14
Wert des Aktienkapitals	169,86	175,85
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>20,30</b>	21,01

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,4%
WACC	<b>8,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%
59,4%	19,49	18,25	17,21	16,33	15,57
69,4%	21,43	19,98	18,76	17,72	16,83
79,4%	23,37	21,70	<b>20,30</b>	19,11	18,08
89,4%	25,31	23,43	21,84	20,50	19,34
99,4%	27,26	25,15	23,39	21,88	20,60

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

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

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

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

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

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

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

#### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

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

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

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

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

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

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

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)