

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

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 16,50 €**  
**(bisher: 18,10 €)**

Aktueller Kurs: 10,00  
 06.08.2020 / XETRA / 17:38

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100  
 WKN: 540710  
 Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,368  
 Marketcap<sup>3</sup>: 83,68  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 68,40  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 81,3 %

Transparenzlevel:  
 Prime Standard

Marktsegment:  
 Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
 Mainfirst

### Analysten:

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
 goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 06.08.20 (13:44 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 06.08.20 (15:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

### Unternehmensprofil

Branche: Software

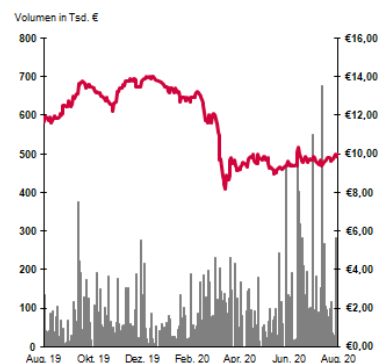
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 717 Stand: 30.06.2020

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Kurt Bengel, Matthias Schmidt, Dr. Markus Wesel



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM), Business Optimization & Analytics (BOA) und Application Management Services (AMS) seit über 25 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 17 Standorten in sechs Ländern mit über 700 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	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	171,71	145,95	160,55	168,58
EBITDA	15,24	7,68	13,08	16,15
EBIT	9,20	1,58	6,98	10,05
Jahresüberschuss	6,87	0,88	4,74	6,89

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,82	0,11	0,57	0,82
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,20	0,40

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,40	0,47	0,43	0,41
EV/EBITDA	4,49	8,91	5,23	4,24
EV/EBIT	7,43	43,29	9,80	6,81
KGV	12,18	95,09	17,65	12,15
KBV	2,04			

### Finanztermine

04.11.2020: 9M-Bericht 2020

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

13.05.2020: RS / 18,10 / KAUFEN

16.04.2020: RS / 18,10 / KAUFEN

07.11.2019: RS / 19,85 / KAUFEN

05.08.2019: RS / 20,30 / 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

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“

## Umsatzrückgang im ersten Halbjahr 2020 moderat ausgefallen, positives Ergebnisniveau trotz rückläufiger Geschäftsentwicklung, flachere Erholungskurve unterstellt und Kursziel auf 16,50 € (bisher: 18,10 €) angepasst, Rating KAUFEN

In Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	82,11	84,50	74,69
Umsatzerlöse – CENIT Software	6,78	7,60	7,32
Umsatzerlöse – Fremdsoftware	50,50	52,60	46,70
Umsatzerlöse – Beratung/Services	24,70	24,23	20,38
EBIT	2,58	2,06	0,78
Periodenergebnis	1,67	1,36	0,31

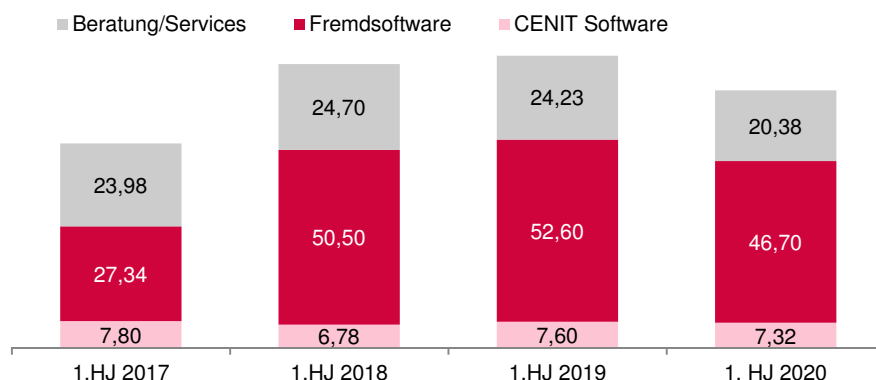
Quelle: CENIT AG; GBC AG

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020

In den ersten sechs Monaten hat die CENIT AG einen Umsatzrückgang in Höhe von -11,6 % auf 74,69 Mio. € (VJ: 84,50 Mio. €) hinnehmen müssen. Angesichts der Kundenstruktur der Gesellschaft, die sich schwerpunktmäßig aus Unternehmen aus den von der Covid-19-Pandemie betroffenen Branchen Luftfahrt, Maschinen- und Fahrzeugbau zusammensetzt, ist der Umsatzrückgang unserer Ansicht nach moderat ausgefallen. Zumal hier auch die Entwicklung des besonders von der Pandemie betroffenen zweiten Quartals enthalten ist.

Erwartungsgemäß ist der Umsatzrückgang bei den Beratungs- und Serviceumsätzen mit -15,9 % auf 20,38 Mio. € (VJ: 24,23 Mio. €) stärker ausgefallen als bei den Umsätzen mit Fremdsoftware (-11,2 %) sowie mit Eigensoftware (-3,7 %). Im Beratungsbereich wurden dabei viele Projekte gestoppt. Zudem hat Airbus, einer der größten Kunden im Servicebereich, das Geschäft deutlich zurückgefahren. Die Softwareumsätze profitierten hingegen von einem hohen Anteil wiederkehrender Umsätze, die gemäß Unternehmensangaben rund 50 % ausmachen.

#### Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Parallel zum Umsatzrückgang in Höhe von 9,81 Mio. € konnten aber auch die operativen Kosten um 8,47 Mio. € reduziert werden. Einerseits hatte das geringere Geschäftsvolumen zu einer Reduktion der teilweise variablen Materialaufwands geführt. Darüber hinaus kam es vor allem durch den Einsatz von Kurzarbeit zu einer ebenfalls deutlichen Minderung beim Personalaufwand. Auch wenn damit insgesamt der Umsatzrückgang größtenteils aufgefangen wurde, weist die CENIT AG naturgemäß eine Minderung des EBIT auf 0,78 Mio. € (VJ: 2,06 Mio. €). Hervorzuheben ist dabei, dass es der Gesell-

schaft gelungen ist, trotz des sichtbaren Umsatzrückgangs, den EBIT-Break Even zu halten. Auch beim Nachsteuerergebnis wurde mit 0,31 Mio. € (VJ: 1,36 Mio. €) noch ein positiver Wert erreicht.

## Prognosen und Bewertung

In Mio. €	GJ 2019	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)
Umsatzerlöse	171,71	137,37	145,95	173,08	160,55	181,73	168,58
EBIT	9,20	2,20	1,58	11,44	6,98	12,64	10,05
EBIT-Marge	5,4%	1,6%	1,1%	6,6%	4,4%	7,0%	6,0%
Jahresüberschuss	6,87	1,32	0,88	7,86	4,74	8,70	6,89
EPS in €	0,82	0,16	0,11	0,94	0,57	1,04	0,82

Quelle: GBC AG

Das CENIT-Management sieht sich auch im Rahmen der Halbjahresberichterstattung noch nicht in der Lage, verlässliche Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr abzugeben. Unserer Ansicht nach ist aber insgesamt mit einem sichtbaren Umsatz- und Ergebnisrückgang zu rechnen. Wie in den ersten sechs Monaten bereits beobachtet werden konnte, wird die Geschäftsentwicklung weiterhin von Projektverschiebungen und einem zögerlichen Investitionsverhalten geprägt sein. Dabei spielt hier der Umstand, wonach ein Großteil der CENIT-Kunden aus den Bereichen Luftfahrt, Automobil- sowie der Produktionsindustrie stammt, eine besondere Rolle.

Laut VDMA rechnen mehr als die Hälfte der deutschen Maschinenbauer für 2020 mit Umsatzeinbußen von 10 – 30 % und lediglich 60 % der befragten Unternehmen erwarten für 2021 Umsatzsteigerungen. Der Verband der Automobilindustrie (VDA) rechnet für 2020 mit einem Rückgang der PKW-Neuzulassungen in Deutschland in Höhe von 23 %. Schließlich hat Airbus, einer der wichtigsten CENIT-Kunden angekündigt, in den kommenden zwei Jahren die Produktion um rund 40 % zu kürzen. In der Breite sehen die konjunkturellen und kundenspezifischen Vorgaben für die CENIT AG besonders für 2020 negativ aus.

Wir haben unsere bisherigen konkreten Prognosen (siehe Studie vom 13.05.2020) für die Geschäftsjahre 2020, 2021 und 2022 an die aktualisierte Lage angepasst. Auf Basis der erreichten Halbjahres-Umsätze, erscheinen unsere bisherigen Prognosen, in denen wir einen Umsatzrückgang von 20 % unterstellt hatten, zu konservativ. Wir gehen von einem ähnlichen Umsatzniveau im zweiten Halbjahr aus und heben dementsprechend die 2020er Umsatzprognosen auf 145,95 Mio. € (bisher: 137,37 Mio. €) an. Da der Rückgang der operativen Kosten etwas niedriger als von uns angenommen ausgefallen ist, reduzieren wir unsere EBIT-Prognose auf 1,58 Mio. € (bisher: 2,20 Mio. €). In den Folgejahren könnte die CENIT AG zwar von einem wieder anziehenden Geschäft profitieren, wir gehen jedoch von einer deutlich flacheren Erholungskurve als bislang aus. Demzufolge haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2021 und 2022 jeweils nach unten angepasst.

Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 16,50 € (bisher: 18,10 €) ermittelt. Einerseits ergibt sich ein leicht kurzzielerhöhender Effekt aus der Verlängerung der Kurzzielbasis auf 31.12.2021 (Roll-Over-Effekt). Diesem steht aber unsere Prognosesenkung gegenüber, was insgesamt zur Kurzzielreduktion geführt hat. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses in Höhe von 9,90 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

### **Modellannahmen**

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,58 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### **Bestimmung der Kapitalkosten**

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,00 %). Dieser Wert stellt die aktuelle von uns verwendete Untergrenze dar.**

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

### **Bewertungsergebnis**

Als Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 16,50 € je Aktie (bisher: 18,10 €) ermittelt. Einerseits ergibt sich ein leicht kurzzielerhöhender Effekt aus der Verlängerung der Kurzzielbasis auf 31.12.2021 (Roll-Over-Effekt). Diesem steht aber unsere Prognosesenkung gegenüber, was insgesamt zur Kurzzielreduktion geführt hat.

## CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,6%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	33,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	145,95	160,55	168,58	171,95	175,39	178,90	182,47	186,12	
<i>US Veränderung</i>	-15,0%	10,0%	5,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	5,84	7,68	9,37	11,54	13,65	15,56	17,21	18,60	
EBITDA	7,68	13,08	16,15	16,48	16,81	17,14	17,49	17,84	
<i>EBITDA-Marge</i>	5,3%	8,1%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	
EBITA	1,58	6,98	10,05	10,38	11,76	12,79	13,59	14,24	
<i>EBITA-Marge</i>	1,1%	4,3%	6,0%	6,0%	6,7%	7,1%	7,4%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA	-0,47	-2,09	-3,02	-3,11	-3,53	-3,84	-4,08	-4,27	
<i>zu EBITA</i>	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,10	4,89	7,04	7,26	8,23	8,95	9,51	9,97	
Kapitalrendite	3,4%	17,5%	27,2%	30,4%	39,3%	47,1%	53,6%	58,7%	61,6%
Working Capital (WC)	3,00	5,00	5,90	6,02	6,14	6,26	6,39	6,51	
<i>WC zu Umsatz</i>	2,1%	3,1%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
<i>Investitionen in WC</i>	1,01	-2,00	-0,90	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	25,00	20,90	18,00	14,90	12,85	11,50	10,60	10,01	
<i>AFA auf OAV</i>	-6,10	-6,10	-6,10	-6,10	-5,05	-4,35	-3,90	-3,59	
<i>AFA zu OAV</i>	24,4%	29,2%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,40	-2,00	-3,20	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	28,00	25,90	23,90	20,92	18,99	17,76	16,99	16,52	
EBITDA	7,68	13,08	16,15	16,48	16,81	17,14	17,49	17,84	
Steuern auf EBITA	-0,47	-2,09	-3,02	-3,11	-3,53	-3,84	-4,08	-4,27	
Investitionen gesamt	-4,69	-7,30	-7,40	-6,42	-6,42	-6,42	-6,43	-6,43	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,40	-2,00	-3,20	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
<i>Investitionen in WC</i>	1,01	-2,00	-0,90	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
<i>nicht liquiditätswirksame Effekte</i>	-3,30	-3,30	-3,30	-3,30	-3,30	-3,30	-3,30	-3,30	
Freie Cashflows	2,51	3,69	5,74	6,95	6,86	6,88	6,98	7,14	155,04

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	120,19	126,53
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	31,73	30,69
<i>Barwert des Continuing Value</i>	88,46	95,84
Nettoschulden (Net debt)	-9,16	-12,85
Wert des Eigenkapitals	129,35	139,38
Fremde Gewinnanteile	-1,19	-1,28
Wert des Aktienkapitals	128,16	138,10
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	15,32	<b>16,50</b>

### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
41,6%	14,60	13,54	12,66	11,91	11,27
51,6%	17,01	15,69	14,58	13,64	12,84
61,6%	19,42	17,83	<b>16,50</b>	15,38	14,41
71,6%	21,84	19,98	18,43	17,11	15,99
81,6%	24,25	22,13	20,35	18,85	17,56

## ANHANG

### I.

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

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

### II.

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

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

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

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

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

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

#### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

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

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

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)**
**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

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

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

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

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

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

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

### **§ 3 Urheberrechte**

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)