

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 20,90 €
(bisher: 21,00 €)

Aktueller Kurs: 12,05
 02.11.2023 / XETRA /
 17:36 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
 WKN: 540710
 Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
 Marketcap³: 100,83
 Enterprise Value³: 111,89
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,0 %

Transparenzlevel:
 Prime Standard

Marktsegment:
 Regulierter Markt

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 03.11.23 (09:18 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 03.11.23 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

Unternehmensprofil

Branche: Software

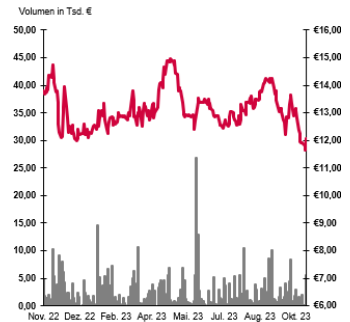
Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 899 (30.09.2023)

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Peter Schneck, Axel Otto



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM) und Application Management Services (AMS) seit über 33 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 26 Standorten in neun Ländern mit über 850 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	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	162,15	181,61	208,85	233,91
EBITDA	11,94	15,93	21,85	26,19
EBIT	6,30	9,55	15,35	19,79
Jahresüberschuss	6,28	5,24	8,70	11,69

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,75	0,63	1,04	1,40
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,75	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,69	0,62	0,54	0,48
EV/EBITDA	9,37	7,03	5,12	4,27
EV/EBIT	17,75	11,72	7,29	5,65
KGV	16,05	19,25	11,59	8,63
KBV	2,25			

Finanztermine

27.11.- 29.11.23: Eigenkapitalforum
02.04.2024: Geschäftsbericht 2023
14.05.2024: Q1-Bericht 2024
06.06.2024: Hauptversammlung

+letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.08.2023: RS / 21,00 / KAUFEN
11.07.2023: RS / 19,75 / KAUFEN
12.05.2023: RS / 19,75 / KAUFEN
06.04.2023: RS / 19,75 / KAUFEN

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

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“

9 Monate 2023: Drei weitere Unternehmen in 2023 akquiriert; Hohes Umsatz- und Ergebniswachstum erreicht; leichte Prognose und Kurszielanpassung; Rating: KAUFEN

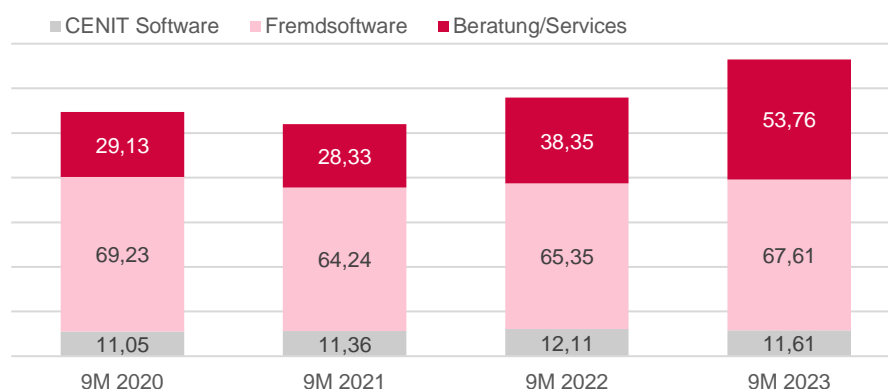
in Mio. €	9 Monate 2021*	9 Monate 2022	9 Monate 2023
Umsatzerlöse	103,96	115,86	133,31
Umsatzerlöse – CENIT Software	11,36	12,11	11,61
Umsatzerlöse – Fremdsoftware	64,24	65,35	67,61
Umsatzerlöse – Beratung/Services	28,33	38,35	53,76
davon wiederkehrend	68,35	69,52	73,59
davon einmalige Lizenzumsätze	7,25	7,93	5,62
EBIT	2,44	2,58	4,60
Periodenergebnis nach Minderheiten	1,63	1,23	2,40

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 9 Monate 2023

Die CENIT AG erzielte im dritten Quartal 2023 ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,3 % auf 45,84 Mio. € (Q3 2022: 41,95 Mio. €) und setzt damit die bisherige Entwicklung des laufenden Geschäftsjahres 2023 nahtlos fort. In den ersten beiden Quartalen konnte eine Umsatzsteigerung von 22,7 % (Q1) bzw. 14,4 % (Q2) erzielt werden. Insgesamt wurden in den ersten neun Monaten Umsatzerlöse in Höhe von 133,31 Mio. € (Vorjahr: 115,86 Mio. €) erzielt, was einer Steigerung von 15,1 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Ein wesentlicher Wachstumstreiber war dabei die Fortsetzung des anorganischen Wachstums, das im laufenden Geschäftsjahr durch die Akquisitionen der mip Management Informations Partner GmbH, der PI Informatik GmbH und der ACTIVE BUSINESS CONSULT vorangetrieben wurde. Bereits im vergangenen Geschäftsjahr 2022 wurde die ISR Informations Products AG erworben, die erst ab dem 31.05.2022 konsolidiert wurde, sodass auch hier ein Basiseffekt vorliegt. Insgesamt dürfte der anorganische Wachstumsbeitrag nach unseren Berechnungen bei rund 14,00 Mio. Euro gelegen haben und damit liegt organisch ein Umsatzwachstum von rund 3,0 % vor.

Umsatzerlöse getrennt nach Umsatzarten (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Da die jüngsten Unternehmensakquisitionen sowie die im abgelaufenen Geschäftsjahr erworbene ISR insbesondere Beratungsumsätze generieren, fiel der Anstieg der Beratungsumsätze um 40,2 % auf 53,76 Mio. € (VJ: 38,35 Mio. €) besonders stark aus. Die Umsätze mit Fremdsoftware stiegen dagegen um 3,5 % und die Umsätze mit eigener Software gingen sogar um 4,1 % zurück. Die Eigensoftwareumsätze waren nach Angaben des Unternehmens weiterhin von Verschiebungen von Kundenaufträgen betroffen. Innerhalb der Softwareerlöse stiegen die wiederkehrenden Umsätze jedoch um 5,9 %

auf 73,59 Mio. € (VJ: 69,52 Mio. €) und bilden damit eine gute Basis für die Stabilität des CENIT Geschäftsmodells.

Das starke Umsatzwachstum von 9,3 % ging mit einer überproportionalen Steigerung des EBIT um 78,1 % auf 4,60 Mio. € (VJ: 2,58 Mio. €) einher. Obwohl das EBIT durch einen einmaligen Ertrag aus dem Verkauf der Tochtergesellschaft CENIT Japan K.K. in Höhe von 0,87 Mio. € positiv beeinflusst wurde, hätte die Gesellschaft auch ohne diesen Effekt eine EBIT-Steigerung von 44,6 % auf 3,73 Mio. € erzielt. Hier dürfte sich zum einen die höhere EBIT-Marge der akquirierten Unternehmen positiv ausgewirkt haben. Zum anderen dürfte auch das eingeleitete Kostensenkungsprogramm Sirius einen positiven Ergebnisbeitrag geleistet haben.

Die CENIT AG plant, die hohe M&A Aktivität der letzten Quartale fortzusetzen. In diesem Zusammenhang hat die Gesellschaft ihre Bankverbindlichkeiten neu strukturiert und ein neues Darlehen in Höhe von 40,00 Mio. € aufgenommen. Mit diesem Darlehen wurde das bestehende Darlehen in Höhe von 22,66 Mio. € abgelöst. Da die Akquisitionen des laufenden Geschäftsjahres aus dem operativen Cashflow finanziert werden konnten, führte die Darlehensaufnahme abzüglich der Dividendenausschüttung (4,18 Mio. €) sowie der Tilgung von Leasingverbindlichkeiten (2,83 Mio. €) zu einem Anstieg der liquiden Mittel auf 30,07 Mio. € (31.12.22: 19,91 Mio. €). Damit verfügt die Gesellschaft über ausreichend finanziellen Spielraum, um opportunistisch weitere Unternehmen zu akquirieren.

Prognosen und Bewertung

In Mio. €	GJ 2022	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)
Umsatzerlöse	162,15	181,61	181,61	208,85	208,85	233,91	233,91
EBIT (EBIT-Marge)	6,31 (3,9%)	9,80 (5,5%)	9,55 (5,3%)	15,35 (7,4%)	15,35 (7,4%)	19,79 (8,5%)	19,79 (8,5%)
Jahresüberschuss	6,28	5,75	5,24	9,47	8,70	12,44	11,69

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen hat das CENIT Management die Prognose für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Unverändert wird ein Umsatz von rund 180 Mio. € und ein EBIT von rund 9,5 Mio. € erwartet. Ausgehend von den in den ersten neun Monaten erreichten Werten wird damit für das vierte Quartal ein Umsatz von rund 46,70 Mio. € und ein EBIT von rund 4,90 Mio. € erwartet. Während der Umsatz damit in etwa auf dem Niveau des vierten Quartals des Vorjahres erwartet wird, sollte sich das EBIT im Vergleich zum Vorjahreszeitraum deutlich verbessern.

Ein Anstieg des EBIT im vierten Quartal sollte in erster Linie mit einem erwarteten Anstieg der margenstarken Eigensoftwareumsätze zusammenhängen. Hier kam es nach Unternehmensangaben zu Auftragsverschiebungen, die jedoch noch im laufenden Geschäftsjahr realisiert werden könnten. Das betroffene Auftragsvolumen beläuft sich auf ca. 1,5 Mio. €. Darüber hinaus sollte der positive Effekt aus der Entkonsolidierung der japanischen Tochtergesellschaft auch im vierten Quartal einen leicht positiven EBIT-Beitrag leisten. Zudem sollten sich auch die Einspareffekte aus dem Sirius-Programm ergebnissteigernd auswirken.

Während wir unsere Umsatzprognose unverändert beibehalten, passen wir unsere EBIT-Schätzung leicht auf 9,55 Mio. € an (bisher: 9,80 Mio. €). Allerdings berücksichtigen wir in unseren Schätzungen erstmals das neu aufgenommene Darlehen in Höhe von 40 Mio. €, was zu höheren Zinsaufwendungen führen wird. Dies führt insbesondere zu einer Anpassung der von uns geschätzten Nachsteuerergebnisse für die kommenden Geschäftsjahre 2024 und 2025, während wir sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisschätzungen für diese Schätzperioden unverändert lassen. Obwohl die aufgenommenen

Mittel für die Umsetzung der weiteren M&A-Aktivitäten verwendet werden sollen, haben wir diese aufgrund der noch ausstehenden Realisierung noch nicht in unsere Prognosen einbezogen. Nach Unternehmensangaben ist eine Akquisition noch im laufenden Geschäftsjahr sehr wahrscheinlich. Darüber hinaus besteht derzeit eine umfangreiche M&A-Pipeline, die bei vollständiger Realisierung den Umsatz um rund 70 Mio. € erhöhen würde.

Aufgrund der leichten Anpassung des EBIT für 2023 sowie der Berücksichtigung höherer Zinsaufwendungen im Zusammenhang mit der umfangreichen Kreditaufnahme reduziert sich unser im Rahmen des DCF-Modells ermitteltes Kursziel nur geringfügig auf 20,90 € (bisher: 21,00 €). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 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 11,2 % (bisher: 11,2%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

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 2,00 % (bisher: 2,00%).**

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

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

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

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 20,90 € (bisher: 21,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion liegt ausschließlich an der leichten EBIT-Anpassung für das laufende Geschäftsjahr sowie an der Berücksichtigung der höheren Zinsaufwendungen für die kommenden Geschäftsjahre begründet. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

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	11,2%	ewige EBITA - Marge	7,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	2,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	181,61	208,85	233,91	238,59	243,36	248,23	253,20	258,26	
US Veränderung	12,0%	15,0%	12,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,99	8,19	9,32	9,66	9,97	10,27	10,54	10,81	
EBITDA	15,93	21,85	26,19	26,71	27,25	27,79	28,35	28,92	
EBITDA-Marge	8,8%	10,5%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
EBITA	9,55	15,35	19,79	20,31	20,95	21,57	22,18	22,79	
EBITA-Marge	5,3%	7,4%	8,5%	8,5%	8,6%	8,7%	8,8%	8,8%	7,6%
Steuern auf EBITA	-2,86	-4,61	-5,94	-6,09	-6,29	-6,47	-6,66	-6,84	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,68	10,75	13,85	14,22	14,67	15,10	15,53	15,96	
Kapitalrendite	27,0%	36,8%	45,7%	45,7%	47,6%	49,3%	50,8%	52,3%	46,2%
Working Capital (WC)	3,20	4,80	6,00	6,12	6,24	6,37	6,49	6,62	
WC zu Umsatz	1,8%	2,3%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	
Investitionen in WC	-1,70	-1,60	-1,20	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	26,00	25,50	25,10	24,70	24,40	24,18	24,01	23,89	
AFA auf OAV	-6,38	-6,50	-6,40	-6,40	-6,30	-6,22	-6,17	-6,12	
AFA zu OAV	24,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	25,5%	
Investitionen in OAV	-9,15	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investiertes Kapital	29,20	30,30	31,10	30,82	30,64	30,55	30,51	30,52	
EBITDA	15,93	21,85	26,19	26,71	27,25	27,79	28,35	28,92	
Steuern auf EBITA	-2,86	-4,61	-5,94	-6,09	-6,29	-6,47	-6,66	-6,84	
Investitionen gesamt	-10,85	-7,60	-7,20	-6,12	-6,12	-6,12	-6,13	-6,13	
Investitionen in OAV	-9,15	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investitionen in WC	-1,70	-1,60	-1,20	-0,12	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
nicht liquiditätswirksame Effekte	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,22	9,65	13,05	14,50	14,84	15,20	15,57	15,95	192,83

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	175,01	181,10
Barwert expliziter FCFs	69,46	66,05
Barwert des Continuing Value	105,56	115,04
Nettoschulden (Net debt)	7,67	4,01
Wert des Eigenkapitals	167,34	177,09
Fremde Gewinnanteile	-2,07	-2,19
Wert des Aktienkapitals	165,28	174,90
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,75	20,90

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
36,2%	20,27	18,93	17,79	16,81	15,96
41,2%	22,19	20,65	19,35	18,22	17,25
46,2%	24,11	22,38	20,90	19,64	18,54
51,2%	26,03	24,10	22,46	21,05	19,83
56,2%	27,95	25,82	24,01	22,46	21,12

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de