

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 19,00 €
(bisher: 20,05 €)

Aktueller Kurs: 16,55
 04.08.2022 / XETRA /
 9:07 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
 WKN: 540710
 Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
 Marketcap³: 138,69
 Enterprise Value³: 147,76
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 62,3 %

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 7

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 04.08.22 (11:10 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 04.08.22 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 858 Stand: 30.06.2022

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Peter Schneck, Dr. Markus A. 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) 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 920 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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	146,07	168,53	193,09	212,40
EBITDA	11,28	14,27	18,78	24,12
EBIT	6,23	9,42	13,84	19,29
Jahresüberschuss	4,25	5,83	8,55	12,24

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,51	0,70	1,02	1,46
Dividende je Aktie	0,75	0,50	0,70	1,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,01	0,88	0,77	0,70
EV/EBITDA	13,10	10,35	7,87	6,13
EV/EBIT	23,70	15,69	10,68	7,66
KGV	32,63	23,80	16,21	11,33
KBV	3,18			

Finanztermine
03.11.2022: 9-Monatszahlen 2022

+**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.05.2022: RS / 20,05 / KAUFEN
13.04.2022: RS / 20,60 / KAUFEN
11.11.2021: RS / 18,80 / KAUFEN
06.08.2021: RS / 18,80 / 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“

1.HJ 2022: Umsatzwachstum von 6,1 % und EBIT-Anstieg von 19,6 % erreicht; aufgrund späterer ISR-Konsolidierung passen wir unsere Prognosen leicht an; Kursziel: 19,00 €; Rating: KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	74,69	69,63*	73,91
Umsatzerlöse – CENIT Software	7,32	7,67	7,99
Umsatzerlöse – Fremdsoftware	46,70	43,26*	43,65
Umsatzerlöse – Beratung/Services	20,38	18,70	22,23
davon wiederkehrend	47,73	45,38	46,11
EBIT	0,78	0,94	1,12
Periodenergebnis	0,31	0,40	0,39

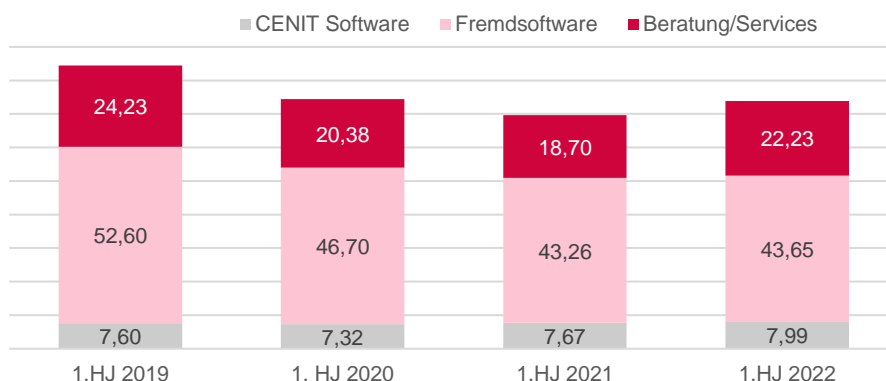
Quelle: CENIT AG; GBC AG; *Vorjahreswert um Bilanzveränderung (Prinzipal zu Agent) angepasst

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

In den ersten sechs Monaten 2022 war die CENIT AG in der Lage, die Umsatzerlöse um 6,1 % auf 73,91 Mio. € (VJ: 69,63 Mio. €) zu steigern. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass ein Teil des Umsatzwachstums mit der erstmaligen Konsolidierung der erworbenen ISR Information Products AG (kurz: ISR) zusammenhängt, die für den Monat Juni 2022 Umsatzerlöse in Höhe von 2,03 Mio. € beigetragen hatte. Ohne anorganischen Effekt hätte die CENIT AG einen Umsatzanstieg in Höhe von 3,2 % ausgewiesen.

Bereits im ersten Quartal profitierte die Gesellschaft von einer außerordentlich starken Entwicklung im Beratungs- und Services-Bereich, eine Entwicklung, die sich auch in den Halbjahreszahlen wiederfindet. Unter anderem aufgrund einer hohen Nachfrage aus dem Aerospace-Bereich kletterten die Umsätze in diesem Segment spürbar um 18,9 % auf 22,23 Mio. € (VJ: 18,70 Mio. €). Hier sind auch größtenteils die Umsätze der für einen Monat konsolidierten ISR enthalten. Aufgrund der pandemiebedingten Einschränkungen kam es in den vergangenen zwei Geschäftsjahren bei den Beratungs- und Service-Umsätzen zu einem jeweils deutlichen Umsatzrückgang, welcher nun fast aufgeholt wurde.

Umsatzerlöse im ersten Halbjahr (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Im Vergleich hierzu war die Umsatzentwicklung mit Fremdsoftware (+0,9 %) und Eigensoftware (+4,2 %) weniger dynamisch. Positiv hervorzuheben ist der hohe Anteil wiederkehrender Umsätze, die mit 62,4 % an den Gesamtumsätzen die hohe Stabilität des CENIT-Geschäftsmodells unterstreichen.

Parallel zum Umsatzanstieg weist die CENIT AG eine Erhöhung des EBIT um 19,6 % auf 1,12 Mio. € (VJ: 0,94 Mio. €) aus. Die EBIT-Marge verbesserte sich auf 1,5 % (VJ: 1,3 %). Sowohl beim Umsatz und daraus resultierend auch beim operativen Ergebnis unterliegen die Werte saisonalen Schwankungen. Sichtbar wird dies anhand der EBIT-Entwicklung der ersten beiden Quartale 2022. Während im ersten Quartal noch ein negatives EBIT in Höhe von -0,39 Mio. € ausgewiesen wurde, steigerte sich dieses im zweiten Quartal 2022 bereits auf 1,51 Mio. € deutlich.

Mit der erstmaligen ISR-Vollkonsolidierung (74,9% der Anteile) kletterten die Minderheitenanteile sichtbar und damit lag das Nachsteuerergebnis, trotz EBIT-Steigerung, mit 0,39 Mio. € marginal unter Vorjahreswert (VJ: 0,40 Mio. €). Die Vollkonsolidierung der ISR hatte zudem eine spürbare Ausweitung der Bilanzsumme auf 117,72 Mio. € (31.12.21: 92,81 Mio. €) zur Folge. Einerseits kletterte das Anlagevermögen auf 35,55 Mio. € (31.12.21: 10,27 Mio. €) und auf der anderen Seite, bedingt durch die Aufnahme von Bankverbindlichkeiten, die langfristigen Schulden auf 34,25 Mio. € (31.12.21: 10,08 Mio. €). Ein Teil des Kaufpreises (27,93 Mio. €) wurde dabei über die neue Aufnahme von Bankkrediten (23,00 Mio. €) abgedeckt.

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	146,07	175,53	168,53	193,09	212,40
EBIT	6,23	10,15	9,13	13,84	19,29
EBIT-Marge	4,3%	5,8%	5,4%	7,2%	9,1%
Jahresüberschuss	4,25	6,14	5,83	8,55	12,24

Quelle: GBC AG

Unter dem Vorbehalt, dass sich die wirtschaftlichen und branchenspezifischen Rahmenbedingungen nicht wesentlich verschlechtern, hat das CENIT-Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Unverändert geht die Gesellschaft von einem Konzernumsatz in Höhe von rund 170 Mio. € und einem Konzern-EBIT in Höhe von etwa 9,0 Mio. € aus. Ohne anorganischen Effekt kommt dies de facto einer Erhöhung der Guidance gleich, denn die bisherige Unternehmens-Schätzung hatte eine Vollkonsolidierung der ISR seit dem 01.01.2022 enthalten. Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes wird jedoch klar, dass die ISR im laufenden Geschäftsjahr 2022 lediglich für sieben Monate (Konsolidierungszeitpunkt: 30.05.2022) im CENIT-Konzern einbezogen sein wird. Demnach geht das CENIT-Management davon aus, die fehlenden rund 10 Mio. € über organisches Wachstum kompensieren zu können.

In unseren bisherigen Schätzungen, in denen wir auch die Erstkonsolidierung der ISR ab dem 01.01.2022 unterstellt hatten, waren wir etwas optimistischer als das CENIT-Management. Wir passen unsere Schätzung an die Management-Erwartung an und rechnen nun mit einem etwas höheren organischen Wachstum, welcher jedoch die fehlenden ISR-Umsätze der Monate Januar – Mai nicht kompensieren sollte. Daher reduzieren wir unsere Umsatzprognose für 2022 auf 168,53 Mio. € (bisher: 175,53 Mio. €) und analog dazu die EBIT-Schätzung auf 9,13 Mio. € (bisher: 10,15 Mio. €). Für die kommenden Geschäftsjahre behalten wir unsere bisherigen Prognosen unverändert bei.

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 19,00 € (bisher: 20,05 €) ermittelt. Die leichte Kurszielreduktion ist zwar geringfügig auf die Minderung der 2022er Prognosen zurückzuführen, im Wesentlichen ist hier jedoch die weitere Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,40 %) dafür verantwortlich. 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 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 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 11,4 % (bisher: 11,4%) 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 1,25 % (bisher: 0,40 %).**

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: 7,75 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % (bisher: 100 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,28 % (bisher: 7,75 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 19,00 (bisher: 20,05 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist vor allem den gestiegenen gewichteten Kapitalkosten, als Folge des höheren risikolosen Zinssatzes, geschuldet.

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	11,4%	ewige EBITA - Marge	7,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	14,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	168,53	193,09	212,40	216,64	220,98	225,40	229,90	234,50	
US Veränderung	15,4%	14,6%	10,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	6,48	6,55	6,55	6,45	6,39	6,36	6,36	6,38	
EBITDA	14,27	18,78	24,12	24,61	25,10	25,60	26,11	26,63	
EBITDA-Marge	8,5%	9,7%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
EBITA	9,42	13,84	19,29	19,78	20,09	20,45	20,83	21,25	
EBITA-Marge	5,6%	7,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	7,5%
Steuern auf EBITA	-2,96	-4,33	-5,79	-5,93	-6,03	-6,13	-6,25	-6,37	
zu EBITA	31,4%	31,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,46	9,51	13,51	13,84	14,07	14,31	14,58	14,87	
Kapitalrendite	25,0%	31,2%	38,4%	35,8%	35,2%	34,8%	34,6%	34,6%	28,8%
Working Capital (WC)	4,50	5,70	6,27	6,39	6,52	6,65	6,78	6,92	
WC zu Umsatz	2,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in WC	-0,74	-1,20	-0,57	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	26,00	29,50	32,43	33,60	34,59	35,44	36,16	36,77	
AFA auf OAV	-4,85	-4,94	-4,83	-4,83	-5,00	-5,15	-5,28	-5,39	
AFA zu OAV	18,7%	16,7%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	
Investitionen in OAV	-8,70	-8,44	-7,76	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investiertes Kapital	30,50	35,20	38,69	39,99	41,11	42,09	42,94	43,69	
EBITDA	14,27	18,78	24,12	24,61	25,10	25,60	26,11	26,63	
Steuern auf EBITA	-2,96	-4,33	-5,79	-5,93	-6,03	-6,13	-6,25	-6,37	
Investitionen gesamt	-37,37	-9,64	-8,32	-6,13	-6,13	-6,13	-6,13	-6,14	
Investitionen in OAV	-8,70	-8,44	-7,76	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investitionen in WC	-0,74	-1,20	-0,57	-0,13	-0,13	-0,13	-0,13	-0,14	
nicht liquiditätswirksame Effekte	-27,93	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-26,06	4,81	10,01	12,55	12,94	13,34	13,73	14,12	186,48

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	164,74	173,56
Barwert expliziter FCFs	57,86	57,84
Barwert des Continuing Value	106,88	115,72
Nettoschulden (Net debt)	13,71	13,50
Wert des Eigenkapitals	151,03	160,06
Fremde Gewinnanteile	-0,79	-0,84
Wert des Aktienkapitals	150,24	159,23
Ausstehende Aktien in Mio.	8,38	8,38
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,93	19,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	26,4%
WACC	8,3%

Kapitalrendite	WACC				
	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
8,8%	9,59	9,10	8,69	8,35	8,05
18,8%	16,08	14,86	13,85	12,99	12,26
28,8%	22,56	20,62	19,00	17,63	16,46
38,8%	29,04	26,38	24,16	22,28	20,67
48,8%	35,52	32,14	29,31	26,92	24,88

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