

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 18,70 €
(bisher: 19,00 €)

Aktueller Kurs: 13,65
 03.11.2022 / XETRA /
 9:26 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
 WKN: 540710
 Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
 Marketcap³: 114,39
 Enterprise Value³: 121,93
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: 07.11.22 (08:07 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 07.11.22 (9:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Mitarbeiter: 858 Stand: 30.09.2022

Gründung: 1988

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Peter Schneck, Axelle Mazé



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	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	146,07	168,53	193,09	212,40
EBITDA	11,28	13,56	18,78	24,12
EBIT	6,23	8,70	13,84	19,29
Jahresüberschuss	4,25	5,11	8,55	12,24

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,51	0,61	1,02	1,46
Dividende je Aktie	0,75	0,50	0,70	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,83	0,72	0,63	0,57
EV/EBITDA	10,81	8,99	6,49	5,05
EV/EBIT	19,56	14,01	8,81	6,32
KGV	26,91	22,38	13,37	9,34
KBV	2,62			

Finanztermine

-

+letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.08.2022: RS / 19,00 / KAUFEN

12.05.2022: RS / 20,05 / KAUFEN

13.04.2022: RS / 20,60 / KAUFEN

11.11.2021: 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“

9M 2022: Wachstumskurs fortgesetzt; Ergebnissteigerung trotz Sondereffekte; GBC-Ergebnisschätzungen leicht angepasst; Kursziel: 18,70 € (bisher: 19,00 €); Rating KAUFEN

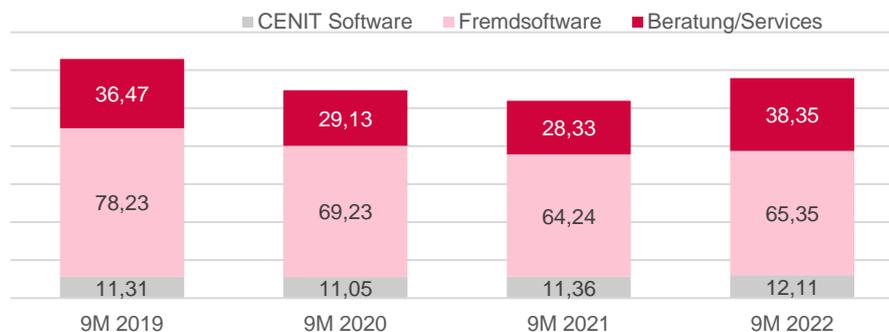
in Mio. €	9 Monate 2020	9 Monate 2021*	9 Monate 2022
Umsatzerlöse	109,71	103,96	115,86
Umsatzerlöse – CENIT Software	11,05	11,36	12,11
Umsatzerlöse – Fremdsoftware	69,23	64,24	65,35
Umsatzerlöse – Beratung/Services	29,13	28,33	38,35
davon wiederkehrend	70,95	68,35	69,52
davon einmalige Lizenzumsätze	9,33	7,25	7,93
EBIT	1,67	2,44	2,58
Periodenergebnis nach Minderheiten	0,96	1,63	1,23

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

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 9 Monate 2022

Im abgelaufenen dritten Quartal 2022 hat die CENIT AG eine deutliche Ausweitung der Umsatzerlöse um 31,0 % auf 41,95 Mio. € (VJ: 32,04 Mio. €) erreicht und damit die Wachstumsdynamik der ersten beiden Jahresquartale deutlich beschleunigt. Ein wesentlicher Teil des Umsatzwachstums hat jedoch einen anorganischen Ursprung. Denn seit Juni 2022 trägt die erworbene ISR Information Products AG (kurz: ISR) zu den Konzernumsätzen bei. Im dritten Quartal belief sich der anorganische Umsatzbeitrag auf 5,94 Mio. € und damit weist die CENIT AG ein organisches Umsatzwachstum in Höhe von 12,4 %. Auf Sicht der ersten neun Monate lag der Umsatzanstieg demnach bei 11,5 % auf 115,86 Mio. € (VJ: 103,96 Mio. €). Bereinigt um die ISR-Umsätze in Höhe von insgesamt 7,97 Mio. € lag das organische Wachstum bei 3,8 %.

Aufteilung der Umsatzerlöse auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Nach den einzelnen Umsatzsegmenten getrennt, wird die erneut überproportionale Umsatzsteigerung der Beratungserlöse (+35,4 %) ersichtlich, während die Eigensoftware-Umsätze (+6,5 %) und die Fremdsoftware-Umsätze (+1,7 %) eine deutlich niedrigere Wachstumsdynamik aufweisen. Da das Geschäft der neu erworbenen ISR größtenteils aus Beratungsleistungen besteht, ist der anorganische Effekt insbesondere in den Beratungsumsätzen zu finden. In diesem Umsatzsegment profitiert die CENIT AG zudem von einer hohen Nachfrage aus dem Aerospace-Bereich sowie grundsätzlich von Aufholeffekten, nachdem während der Corona-Pandemie die Beratungs- und Service-Umsätze jeweils stark zurückgegangen waren.

Die Gesamtumsätze der ersten neun Monate 2022 bestehen in Höhe von 69,52 Mio. € (VJ: 68,35 Mio. €) und damit einem Anteil von 60,0 % aus wiederkehrenden Umsätzen. Für die weiteren Berichtsperioden liegt damit eine gute Planbarkeit vor.

Im Vergleich zum 11,5 %igen Umsatzanstieg weist die CENIT AG eine unterproportionale EBIT-Steigerung in Höhe von 6,0 % auf 2,58 Mio. € (VJ: 2,44 Mio. €) und damit eine auf 2,2 % (VJ: 2,3 %) leicht rückläufige EBIT-Marge aus. Zwar hatte die neu erworbene ISR mit 1,00 Mio. € zum Konzern-EBIT beigetragen, dem stehen jedoch Akquisitionskosten in Höhe von 0,16 Mio. € gegenüber. Darüber hinaus hatte die CENIT AG im Vorjahr Kurzarbeitergeld in Höhe von rund 1,3 Mio. € erhalten, was zu einer entsprechenden Reduktion des Personalaufwands geführt hatte. Schließlich haben sich die Forschungszulagen gegenüber dem Vorjahr um rund 0,50 Mio. € reduziert. Vor dem Hintergrund der genannten Effekte ist die EBIT-Entwicklung als Erfolg zu werten.

Unterm Strich hat sich Periodenergebnisses auf 1,23 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €) rückläufig entwickelt. Einerseits hängt dies mit einem Anstieg des Finanzaufwandes zusammen. Für die Finanzierung des Kaufpreises von 74,9 % der ISR-Anteile sowie zwei weiterer kleinerer Akquisitionen in Höhe von insgesamt 27,93 Mio. € hatte die CENIT AG Fremdkapital in Höhe von 23,00 Mio. € aufgenommen. Der Rückgang des Nachsteuerergebnisses hängt zudem mit der deutlichen Steigerung der Minderheitenanteile auf 0,31 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) zusammen, die ebenfalls mit dem ISR-Erwerb zusammenhängen. Abschließend gilt es festzuhalten, dass die CENIT AG mit 11,32 Mio. € (VJ: 8,38 Mio. €) erneut einen deutlich positiven operativen Cashflow vorweisen kann, was ein Beleg für die hohe Ergebnisqualität ist.

Prognosen und Modellannahmen

in Mio. €	GJ 2021	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	146,07	168,53	168,53	193,09	212,40
EBIT	6,23	9,42	8,70	13,84	19,29
EBIT-Marge	4,3%	5,6%	5,2 %	7,2%	9,1%
Jahresüberschuss	4,25	5,83	5,11	8,55	12,24

Quelle: GBC AG

Unter dem ausdrücklichen 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. Hiervon ausgehend müsste die Gesellschaft demnach im vierten Quartal 2022 Umsatzerlöse in Höhe von rund 54 Mio. € und ein EBIT in Höhe von rund 6,4 Mio. € erwirtschaften, was gegenüber dem Schlussquartal des Vorjahres einer deutlichen Umsatz- und Ergebnissteigerung gleichkommen würde.

Jedoch ist der Vorstand zuversichtlich, die Guidance erreichen zu können. Einerseits sollten die anorganischen Umsatz- und Ergebnisbeiträge wesentlich zur, für das vierte Quartal erwarteten, Ausweitung der operativen Kennzahlen beitragen. Auf der anderen Seite könnten bereits jetzt absehbare Neukunden zu einer Steigerung der Eigensoftwareumsätze führen, was insbesondere für den erwarteten Ergebnisanstieg relevant sein dürfte. In unseren bisherigen Prognosen (siehe Studie vom 04.08.2022) lagen wir, insbesondere ergebnisseitig, etwas über der Unternehmens-Guidance. Wir nehmen die aktuelle Geschäftsentwicklung zum Anlass und reduzieren ausschließlich die Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr. Wir gehen nun von einem EBIT in Höhe von 8,70 Mio. € (bisher: 9,42 Mio. €) aus. Für die kommenden Geschäftsjahre behalten wir unsere Prognosen unverändert bei.

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 18,70 € (bisher: 19,00 €) ermittelt. Die leichte Kurszielreduktion ist zwar geringfügig auf die Minderung der 2022er Ergebnisprognosen zurückzuführen, im Wesentlichen ist hier jedoch die weitere Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,50 % (bisher: 1,25 %) 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 1,50 % (bisher: 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 8,85 % (bisher: 8,60 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % (bisher: 95 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,51 % (bisher: 8,28 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 18,70 (bisher: 19,00 €) 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	7,8%
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	13,56	18,78	24,12	24,61	25,10	25,60	26,11	26,63	
EBITDA-Marge	8,0%	9,7%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
EBITA	8,70	13,84	19,29	19,78	20,09	20,45	20,83	21,25	
EBITA-Marge	5,2%	7,2%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	7,8%
Steuern auf EBITA	-2,96	-4,33	-5,79	-5,93	-6,03	-6,13	-6,25	-6,37	
zu EBITA	34,0%	31,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,74	9,51	13,51	13,84	14,07	14,31	14,58	14,87	
Kapitalrendite	22,2%	31,2%	38,4%	35,8%	35,2%	34,8%	34,6%	34,6%	29,8%
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	13,56	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	-26,78	4,81	10,01	12,55	12,94	13,34	13,73	14,12	186,70

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	162,71	171,75
Barwert expliziter FCFs	57,33	57,41
Barwert des Continuing Value	105,37	114,35
Nettoschulden (Net debt)	14,43	14,22
Wert des Eigenkapitals	148,27	157,53
Fremde Gewinnanteile	-0,79	-0,84
Wert des Aktienkapitals	147,49	156,69
Ausstehende Aktien in Mio.	8,38	8,38
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,60	18,70

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
9,8%	9,85	9,33	8,89	8,52	8,20
19,8%	15,97	14,79	13,80	12,95	12,23
29,8%	22,09	20,25	18,70	17,38	16,25
39,8%	28,21	25,71	23,60	21,81	20,27
49,8%	34,34	31,16	28,50	26,24	24,29

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