

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

Analysis Prime belastet Umsatz und Ergebnis; Prognose und Kursziel gesenkt, Rating KAUFEN bestätigt

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Gründung: 1988

Mitarbeiter: 945 (30.06.2025)

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Peter Schneck, Dr. Johannes Fues

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 930 Mitarbeitern vertreten. Diese arbeiten unter anderem für Kunden aus den Branchen Automobil, Luft- und Raumfahrt, Maschinenbau, Werkzeug- und Formenbau, Finanzdienstleistungen, Handel und Konsumgüter.

in Mio. €	31.12.2024	31.12.2025e	31.12.2026e	31.12.2027e
Umsatz	207,33	208,95	221,35	233,20
EBITDA	17,26	10,91	22,19	24,95
EBIT	7,38	-0,28	11,21	14,37
Jahresüberschuss	-1,94	-2,83	4,75	7,13
Gewinn je Aktie	-0,23	-0,34	0,57	0,85
Dividende je Aktie	0,00	0,05	0,20	0,30
EV/Umsatz	0,43	0,43	0,41	0,39
EV/EBITDA	5,20	8,23	4,05	3,60
EV/EBIT	12,17	-324,71	8,01	6,25
KGV	-32,59	-22,29	13,29	8,85
KBV	1,33			

Investment Case

- Umsatzwachstum im 1.HJ 2025 in Höhe von 4,4 % auf 103,71 Mio.€ (VJ: 99,36 Mio. €) durch anorganische Effekte erreicht. Organisch leichter Umsatzrückgang in Höhe von ca. 2 % aufgrund weiter bestehender Marktschwäche.
- Analysis Prime steuert anorganischen Wachstumsbeitrag von ca. 6 Mio. €, bleibt dabei aber deutlich unter Erwartungen. Restrukturierungen auf Managementebene laufen bei dieser Tochtergesellschaft.
- Sonderaufwendungen für Restrukturierungsprogramm sowie negativer Ergebnisbeitrag von Analysis Prime belasten Halbjahres-EBIT, welches mit -3,69 Mio. € (VJ: 2,01 Mio. €) deutlich unter Vorjahresniveau liegt.
- CENIT-Management passt Guidance an. Es werden ein Umsatz von mindestens 205 Mio. € und ein EBIT von mindestens -1,5 Mio. € erwartet. Damit wird bei einem nahezu gleichbleibenden Umsatz im zweiten Halbjahr eine EBIT-Verbesserung erwartet.
- Wir passen unsere Prognosen an die neue Guidance an. Im kommenden Geschäftsjahr sollte der Wegfall der Sonderaufwendungen sowie die erzielten Einsparungen aus dem Restrukturierungsprogramm eine sichtbare EBIT-Verbesserung nach sich ziehen.
- Wir passen das Kursziel auf 16,00 € (bisher: 19,00 €) an. Rating KAUFEN bestätigt.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 16,00 EUR (alt: 19,00 EUR)

Aktie und Stammdaten



Aktienkurs (Schluss 05.08.25)	7,54 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005407100
WKN	540710
Aktienzahl (in Mio.)	8,368
MCap (in Mio. EUR)	63,09
Enterprise Value (in Mio. EUR)	89,79
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Primepulse	28,1%
Institutionelle Investoren	9,1%
Vorstand	0,7%
Free Float	62,1%

Finanztermine

04.06.25	Hauptversammlung
01.08.25	HJ-Bericht 2025
04.11.25	Q3-Zahlen 2025

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)
Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

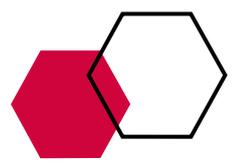
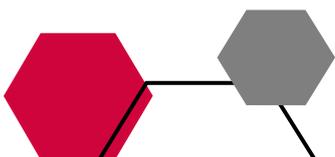
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.05.25: RS / 19,00 EUR / KAUFEN
22.04.25: RS / 19,00 EUR / KAUFEN
26.02.25: RS / 19,00 EUR / KAUFEN
07.11.24: RS / 22,00 EUR / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 06.08.2025 (10:19 Uhr)
Erste Weitergabe: 06.08.2025 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 7



OPERATIVE ENTWICKLUNG 1.HJ 2025

GuV in Mio. €	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024	1.HJ 2025
Umsatzerlöse	73,91	87,47	99,36	103,71
davon Eigensoftware	7,99	7,64	9,29	9,56
davon Fremdsoftware	43,65	44,75	50,77	50,15
davon Beratung/Services	22,23	35,01	39,21	43,91
EBIT	1,12	2,62	2,01	-3,69
Periodenergebnis	0,39	1,55	0,11	-4,56

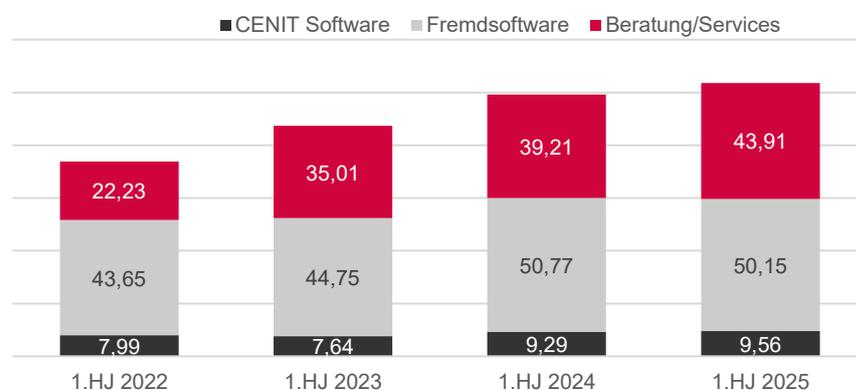
Quelle: CENIT AG; GBC AG;

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2025

Zwar konnte die CENIT AG ihre Umsatzerlöse im ersten Halbjahr 2025 um 4,4 % auf 103,71 Mio. € steigern (VJ.: 93,36 Mio. €), dennoch blieb diese Entwicklung deutlich hinter unseren sowie den Erwartungen des CENIT-Managements zurück. Verantwortlich für den Umsatzanstieg waren ausschließlich die Umsätze der im Juli 2024 erworbenen US-amerikanischen Analysis Prime, die erstmals in einem ersten Halbjahr einbezogen wurden und nach unseren Berechnungen etwas über 6 Mio. € betragen haben dürften. Nach bisherigen Schätzungen sollte Analysis Prime im Geschäftsjahr 2025 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 25 Mio. € erzielen. Angesichts der im ersten Halbjahr erzielten Umsätze ist diese Prognose jedoch deutlich zu optimistisch. Derzeit finden insbesondere auf Ebene des Managements Restrukturierungen bei dieser Tochtergesellschaft statt. Parallel dazu macht sich das weiterhin schwierige Marktumfeld in Europa bemerkbar. Insbesondere die deutsche Automobilindustrie als wichtige Kundenbranche der Gesellschaft ist von einem rückläufigen Geschäftsvolumen betroffen, sodass die CENIT AG organisch einen Umsatzrückgang von rund 2 % hinnehmen musste.

Die Umsatzaufteilung verdeutlicht den anorganischen Effekt. Da Analysis Prime Beratungsumsätze beisteuert, legten diese auf 43,91 Mio. € (VJ.: 39,21 Mio. €) sichtbar zu, während die Umsätze mit Fremdsoftware mit 50,15 Mio. € (VJ.: 50,77 Mio. €) auf Vorjahresniveau lagen. Positiv zu erwähnen ist der leichte Anstieg der Eigensoftwareumsätze auf 9,56 Mio. € (VJ.: 9,29 Mio. €). Sie profitierten insbesondere von der Verbesserung der wiederkehrenden Erträge auf 7,43 Mio. € (VJ.: 6,85 Mio. €).

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: GBC AG; CENIT AG

Trotz Umsatzsteigerung verschlechterte sich das EBIT auf -3,69 Mio. € (VJ.: 2,01 Mio. €). Im ersten Halbjahr 2025 fielen dabei Sonderaufwendungen in Höhe von rund 3,8 Mio. € im Zusammenhang mit der Umsetzung des Restrukturierungsprogramms „Project Performance“ an. Im Rahmen dieses Programms soll die Anzahl der Mitarbeiter um rund 50 reduziert werden. Zwar wurden hieraus Kostenverbesserungen erzielt, maßgebliche positive Effekte sollen jedoch erst im kommenden Geschäftsjahr sichtbar werden. Zusätzlich zu den Sonderaufwendungen wies Analysis Prime im ersten Halbjahr 2025 ein negatives EBIT in Höhe von -1,6 Mio. € aus, was auf Konzernebene ebenfalls ergebnisbelastend war.

Trotz des negativen operativen Ergebnisses lag der operative Cashflow mit 9,99 Mio. € (VJ.: 11,15 Mio. €) erneut deutlich im positiven Bereich. Dazu haben maßgeblich die erhaltenen Anzahlungen beigetragen, sodass die CENIT AG auch zum 30.06.2025 mit einem Liquiditätsbestand in Höhe von 20,59 Mio. € weiterhin sehr komfortabel ausgestattet ist.

Prognosen und Bewertung

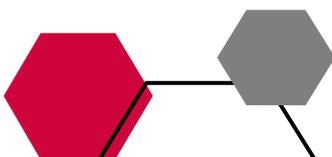
GuV in Mio. €	GJ 2024	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e (alt)	GJ 26e (neu)	GJ 27e (alt)	GJ 27e (neu)
Umsatzerlöse	207,33	230,22	208,95	242,22	221,35	254,86	233,20
EBITDA	17,26	18,18	10,91	24,38	22,19	27,46	24,95
EBIT	7,38	7,00	-0,28	13,40	11,21	16,88	14,37
EAT	-1,94	1,89	-2,83	6,53	4,75	8,95	7,13

Quelle: GBC AG

Aufgrund der unter den Erwartungen liegenden Entwicklung von Analysis Prime sowie der nach wie vor schwierigen Marktlage hat das Management von CENIT die Prognose deutlich angepasst. Nun werden mindestens 205 Mio. € Umsatz und mindestens -1,5 Mio. € EBIT erwartet. Bislang wurden Umsatzerlöse in Höhe von 229 Mio. € bis 234 Mio. € und ein EBIT in Höhe von 6,8 Mio. € bis 7,3 Mio. € erwartet. Den wesentlichen Anteil an dieser Reduzierung der Prognose hat Analysis Prime, für die aktuell Umsatzerlöse in Höhe von etwa 15 Mio. € geplant sind, eine deutliche Anpassung gegenüber der bisherigen Erwartung von rund 25 Mio. €. Darüber hinaus sorgt die schwache Marktlage in Europa für ein weiterhin zögerliches Kundenverhalten.

Wir orientieren uns an der neuen Prognose und erwarten Umsätze in Höhe von 208,95 Mio. € sowie ein EBIT von -0,28 Mio. €. Für das zweite Halbjahr 2025 bedeutet dies eine Rückkehr des EBIT in den positiven Bereich. Dies ist in erster Linie eine Folge des weitestgehenden Wegfalls von Sonderaufwendungen, die im ersten Halbjahr noch mit Kosten in Höhe von 3,8 Mio. € einhergegangen waren. Der Wegfall dieser Aufwendungen im kommenden Geschäftsjahr sowie die daraus resultierenden positiven Effekte in Höhe von ca. 5 Mio. € sollten das EBIT des kommenden Geschäftsjahres deutlich positiv beeinflussen. Aufgrund der nun niedrigeren Umsatzbasis haben wir unsere Umsatzprognosen für 2026 auf 221,35 Mio. € (bisher: 242,22 Mio. €) reduziert. Wir rechnen aber mit einer spürbaren EBIT-Verbesserung auf 11,21 Mio. € (bisher: 13,40 Mio. €). Gleiches gilt auch für das Geschäftsjahr 2027.

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 16,00 € (bisher: 19,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei eine Folge unserer reduzierten Prognosen. 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 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5 % (bisher: 2,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,7 % (bisher: 11,0 %) 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 2,5 % (bisher: 2,5 %).

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 ist 2,50 % (bisher: 2,50%).

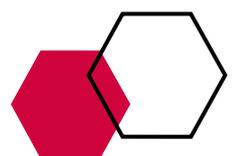
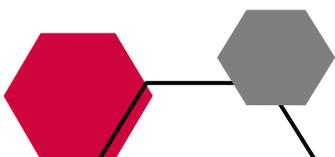
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,85 % (bisher: 9,85 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,47 % (bisher: 9,47 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 16,00 € (bisher: 19,00 €) ermittelt. Die deutliche Reduktion des fairen Wertes ist eine Folge der niedrigeren Prognosen für die konkrete Schätzperiode 2025 bis 2027. Damit liegt eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells vor. Dem steht eine modelltechnische Erhöhung des fairen Wertes aufgrund des turnusmäßigen Roll-Over-Effekts gegenüber, die jedoch durch die Prognoseanpassung überkompensiert wird.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	208,95	221,35	233,20	239,03	245,00	251,13	257,41	263,84	
Umsatzwachstum	0,8%	5,9%	5,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	10,91	22,19	24,95	25,58	26,22	26,87	27,54	28,23	
EBITDA-Marge	5,2%	10,0%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	
EBIT	-0,28	11,21	14,37	14,99	16,70	17,98	19,02	19,93	
EBIT-Marge	-0,1%	5,1%	6,2%	6,3%	6,8%	7,2%	7,4%	7,6%	7,5%
NOPLAT	-0,19	7,85	10,06	10,50	11,69	12,59	13,32	13,95	14,25
Working Capital (WC)	10,00	10,80	11,24	11,52	11,81	12,10	12,41	12,72	
Anlagevermögen (OAV)	32,33	28,35	25,57	22,99	21,47	20,59	20,07	19,76	
Investiertes Kapital	42,33	39,15	36,81	34,51	33,28	32,69	32,47	32,48	
Kapitalrendite	-0,4%	18,5%	25,7%	28,5%	33,9%	37,8%	40,7%	43,0%	43,9%
EBITDA	10,91	22,19	24,95	25,58	26,22	26,87	27,54	28,23	
Steuern auf EBITA	0,09	-3,36	-4,31	-4,50	-5,01	-5,40	-5,71	-5,98	
Veränderung OAV	-6,10	-7,00	-7,80	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Veränderung WC	-0,20	-0,80	-0,44	-0,28	-0,29	-0,30	-0,30	-0,31	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	4,70	11,03	12,40	12,80	12,92	13,18	13,53	13,94	192,79

Entwicklung Kapitalkosten

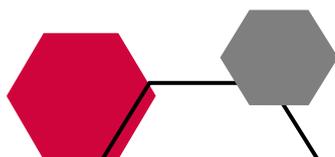
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,85%
Zielgewichtung	95,00%
Fremdkapitalkosten	3,00%
Zielgewichtung	5,00%
Taxshield	20,76%
WACC	9,47%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	165,13	169,74
Barwert expliziter FCFs	62,81	57,74
Barwert Continuing Value	102,31	112,00
Nettoschulden	34,22	27,41
Wert des Eigenkapitals	130,91	142,33
Fremde Gewinnanteile	-7,76	-8,43
Wert des Aktienkapitals	123,15	133,90
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,72	16,00

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Kapitalrendite	33,9%	15,14	13,86	12,77	11,83	11,02
	38,9%	17,13	15,65	14,38	13,30	12,36
	43,9%	19,13	17,44	16,00	14,77	13,70
	48,9%	21,12	19,23	17,62	16,24	15,04
	53,9%	23,12	21,02	19,23	17,70	16,38



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 jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

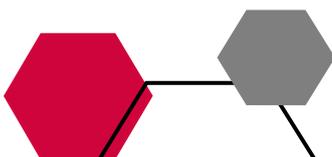
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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: <https://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.

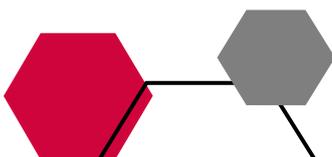
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 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 Studienerstellung 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., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

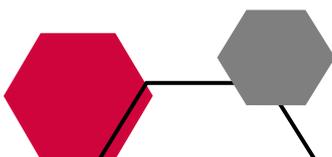
Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de