

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

Starker Ergebnisanstieg im 1.HJ 2026 erreicht; Sichere Kapitalerhöhung zum ISR-Erwerb; Nach KE niedrigeres Kursziel von 14,15 €

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist

Gründung: 1988

Mitarbeiter: 916 (30.06.2026)

Firmensitz: Stuttgart

Vorstand: Martin Thiel, Dr. Johannes Fues

CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Bereichen Product Lifecycle Management (PLM) und Enterprise Information Management (EIM) seit über 35 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 900 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. €	31.12.2025	31.12.2026e	31.12.2027e	31.12.2028e
Umsatz	209,51	214,74	227,62	241,28
EBITDA	12,28	19,13	22,83	25,40
EBIT	0,31	8,88	12,71	15,30
Jahresüberschuss	-1,21	4,11	7,67	9,55
Gewinn je Aktie	-0,12	0,41*	0,76*	0,95*
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,30	0,50
EV/Umsatz	0,32	0,31	0,29	0,28
EV/EBITDA	5,44	3,49	2,92	2,63
EV/EBIT	217,47	7,51	5,25	4,36
KGV	-46,61	13,73	7,35	5,91
KBV	1,32			

*auf Basis einer Aktienzahl (Post-Money) in Höhe von 10,04 Mio.

Investment Case

- Kapitalerhöhung in Höhe von 20 % (Bruttoerlös: 10,88 Mio. €) soll zur Finanzierung des Erwerbs der ausstehenden Anteile (25,1 %) an der ISR verwendet werden. Bei einem Bezugspreis von 6,50 € je Aktie liegt eine Verwässerung vor. Das Nachsteuerergebnis dürfte jedoch vom Wegfall der Minderheitenanteile profitieren.
- CENIT treibt die Transformation vom klassischen Reseller hin zu einem integrierten Software- und Serviceanbieter voran. Der Anteil von Eigensoftware und Beratung (mittlerweile >50 % der Umsätze) verbessert die Marginqualität nachhaltig.
- Im ersten Halbjahr 2026 wurde mit Umsatzerlösen in Höhe von 104,66 Mio. € (VJ: 103,71 Mio. €) ein leichter Umsatzanstieg erzielt, das EBITDA verbesserte sich signifikant auf 8,52 Mio. € (VJ: 1,20 Mio. €). Neben einem höheren Anteil margenstärkerer Umsätze profitierte die Gesellschaft von den im Vorjahr eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen.
- Guidance für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Umsatz von mindestens 210 Mio. € und ein EBITDA von mindestens 18 Mio. € sind nach der guten Halbjahresentwicklung gut zu erreichen.
- Kursziel je Aktie auf 14,15 € (bisher: 16,00 €) gesenkt. Hauptursache ist die höhere Aktienzahl im Nachgang der Kapitalerhöhung. Rating bleibt KAUFEN.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 14,15 EUR (alt: 16,00 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (XETRA 04.08.26)	6,72 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005407100
WKN	540710
Aktienzahl (in Mio.)	8,368
MCap (in Mio. EUR)	56,40
Enterprise Value (in Mio. EUR)	66,76
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	Scale
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

Primepulse	29,0%
Institutionelle Investoren	11,8%
Vorstand	0,2%
Free Float	58,0%

Finanztermine

04.11.26	Q3-Zahlen 2026
23.-25.11.26	EK-Forum Frankfurt

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
13.05.26: RS / 16,00 EUR / KAUFEN
15.04.26: RS / 16,00 EUR / KAUFEN
25.03.26: RS / 15,00 EUR / KAUFEN
07.11.25: RS / 16,00 EUR / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 05.08.2026 (08:03 Uhr)
Erste Weitergabe: 05.08.2026 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 8

OPERATIVE ENTWICKLUNG 1.HJ 2026

GuV in Mio. €	1.HJ 2023	1.HJ 2024	1.HJ 2025	1.HJ 2026
Umsatzerlöse	87,47	99,36	103,71	104,66
davon Eigensoftware	7,64	9,29	9,56	9,83
davon Fremdsoftware	44,75	50,77	50,15	49,19
davon Beratung/Services	35,01	39,21	43,91	45,49
EBITDA	5,75	5,80	1,20	8,52
Periodenergebnis	1,55	0,11	-4,56	1,83

Quelle: CENIT AG; GBC AG

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2026

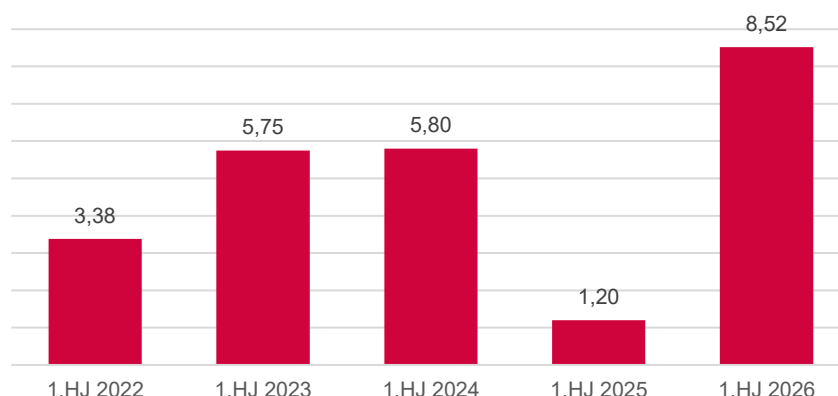
Nachdem die CENIT AG im ersten Quartal noch ein leichtes Umsatzwachstum von 1,9 % auf 52,47 Mio. € erzielt hatte, lagen die Umsätze im zweiten Quartal mit 52,19 Mio. € nahezu exakt auf dem Niveau des Vorjahres (Q2 25: 52,20 Mio. €). In den ersten sechs Monaten des Jahres 2026 erwirtschaftete die Gesellschaft damit einen Umsatz von 104,66 Mio. € (VJ: 103,71 Mio. €) und verzeichnete damit einen marginalen Umsatzanstieg von 0,9 %. Diese Entwicklung liegt im Rahmen der Erwartungen, insbesondere vor dem Hintergrund der vom Management in Aussicht gestellten Gesamtjahresumsätze in Höhe von 210 Mio. €, die einer seitwärts gerichteten Entwicklung gegenüber den Vorjahresumsätzen (2025: 209,51 Mio. €) gleichkommen würden.

Getrennt nach Produktgruppen zeigt sich eine relative Stärke der margenstarken Umsätze. So legten die Eigensoftware-Umsätze im ersten Halbjahr 2026 um 2,8 % auf 9,83 Mio. € (VJ: 9,56 Mio. €) zu, während die Beratungs- und Serviceumsätze parallel dazu um 3,6 % auf 45,49 Mio. € (VJ: 43,91 Mio. €) stiegen. Der Anstieg der margenstarken Umsätze überkompensierte den leichten Rückgang der margenschwächeren Fremdsoftwareumsätze in Höhe von -1,9 % auf 49,19 Mio. € (VJ: 50,15 Mio. €).

Flankierend zum Anstieg der margenstarken Umsätze profitierte die Gesellschaft von den umgesetzten Kostensparmaßnahmen. Insbesondere die im Rahmen des Restrukturierungsprogramms „Project Performance“ erfolgte Reduzierung der Belegschaft führte zu einem spürbaren Rückgang des Personalaufwands auf 46,72 Mio. € (VJ: 52,30 Mio. €). Ein weiterer Aspekt des Kostenrückgangs liegt im Wegfall der mit den Restrukturierungsmaßnahmen in Verbindung stehenden Sonderaufwendungen, die den Vorjahreswert mit 3,8 Mio. € außerordentlich belastet hatten. Allerdings war auch das zweite Quartal 2026 im Zuge des Vorstandswechsels von Sondereffekten belastet, die zu einem temporären Anstieg des zuvor rückläufigen Personalaufwands geführt haben.

Dies führte im zweiten Quartal 2026 zwar zu einem niedrigeren EBITDA als im Vorquartal (3,48 Mio. € gegenüber 5,03 Mio. € im ersten Quartal 2026), auf Sicht der ersten sechs Monate 2026 verbesserte sich das EBITDA jedoch trotz des nur leichten Umsatzwachstums signifikant auf 8,52 Mio. € (VJ: 1,20 Mio. €). Damit wurde ein neuer Halbjahresrekordwert erreicht. Die EBITDA-Marge von 8,1 % (VJ: 1,2 %) knüpft an die alten historischen Niveaus an, als die Gesellschaft vor dem Keonys-Erwerb einen deutlich niedrigeren Anteil margenschwächerer Handelsumsätze ausgewiesen hatte.

EBITDA (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Der starke Anstieg des EBITDA zieht sich auch auf die nachfolgenden Ergebnisebenen durch. So erhöhte sich das EBIT auf 4,49 Mio. € (VJ: -3,69 Mio. €) und das Nachsteuerergebnis auf 1,83 Mio. € (VJ: -4,56 Mio. €).

Kapitalerhöhung zum vollständigen ISR-Erwerb

Die Gesellschaft hat am 07.07.2026 eine geplante Kapitalerhöhung angekündigt, deren Bezugsangebot am 03.08.2026 gestartet wurde. Im Rahmen der Kapitalerhöhung werden 1,67 Mio. neue Aktien angeboten, was 20 % des aktuellen Aktienbestandes entspricht. Dementsprechend liegt das Bezugsverhältnis bei 5:1, der Bezugspreis je Aktie bei 6,50 €. Der Bruttoemissionserlös beläuft sich auf 10,88 Mio. €. Von der Hauptaktionärin PRIMEPULSE SE liegt eine Verpflichtungserklärung vor, ihre Bezugsrechte vollständig auszuüben und nicht von den anderen Aktionären bezogene Aktien zu erwerben. Faktisch ist die Kapitalerhöhung damit gesichert.

Die zufließenden Mittel sollen für den Erwerb der ausstehenden 25,1 %-Anteile an der ISR Information Products AG (ISR) verwendet werden. Ein konkreter Kaufpreis wird nicht genannt, er bewegt sich jedoch im niedrigen zweistelligen Millionenbereich. Die dem EIM-Segment zugeordnete ISR wurde im Geschäftsjahr 2022 erworben. Für den Erwerb der initialen 74,9 % wurden 27,88 Mio. € gezahlt. Zudem lagen Vereinbarungen für den Erwerb der verbleibenden Anteile vor. Seit dem 01.04.2026 können die ISR-Minderheitsgesellschafter ihre Verkaufsoption (Short-Put-Option aus Sicht der CENIT AG) durchsetzen, wodurch für die CENIT AG eine Kaufverpflichtung entsteht. Unserer Ansicht nach haben die Minderheitsaktionäre von dieser Option Gebrauch gemacht.

Gemäß dem Geschäftsbericht des abgelaufenen Geschäftsjahres 2025 hat die ISR im Jahr 2025 ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,45 Mio. € erwirtschaftet. Rechnerisch entfielen darauf Minderheitenanteile in Höhe von 0,87 Mio. €. Durch den vollständigen Erwerb dürfte das Nachsteuerergebnis der CENIT künftig somit jährlich um etwa 1,0 Mio. € höher ausfallen. Gemessen am Kaufpreis im niedrigen zweistelligen Millionenbereich, der unserer Annahme nach in etwa dem Niveau der Kapitalerhöhung entspricht, ergibt sich ein rechnerisches KGV von 11.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV in Mio. €	GJ 2025	GJ 2026e (alt)	GJ 2026e (neu)	GJ 2027e (alt)	GJ 2027e (neu)	GJ 2028e (alt)	GJ 2028e (neu)
Umsatzerlöse	209,51	214,74	214,74	227,62	227,62	241,28	241,28
EBITDA	12,28	19,13	19,13	22,83	22,83	25,40	25,40
EBIT	0,31	8,88	8,88	12,71	12,71	15,30	15,30
Jahresüberschuss	-1,21	3,94	4,11	6,67	7,67	8,55	9,55
EPS in €	-0,14	0,47	0,41*	0,80	0,76*	1,02	0,95*

Quelle: GBC AG; auf Basis einer nach der Kapitalerhöhung höheren Aktienzahl in Höhe von 10,04 Mio.

Auch mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2026 hat die CENIT AG die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2026 bestätigt. Dabei wird unverändert mit einem Konzernumsatz in Höhe von mindestens 210 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von mindestens 18,0 Mio. € gerechnet. Ausgehend von den erreichten Werten des ersten Halbjahres erscheint die bestätigte Prognose sehr gut erreichbar. Während auf Umsatz-Ebene bereits in den ersten sechs Monaten mehr als 50 % des für das Gesamtjahr in Aussicht gestellten Umsatzniveaus erreicht wurden, müsste im zweiten Halbjahr ein weiterer Ergebnisanstieg erzielt werden. Aufgrund der für die Gesellschaft typischen Umsatz- und Ergebnisverteilung mit dem Schwerpunkt im letzten Jahresquartal stufen wir die Wahrscheinlichkeit der Zielerreichung als sehr hoch ein.

Daher bestätigen wir unsere Schätzungen, die ohnehin leicht über den kommunizierten Mindestwerten der Guidance liegen. Wir rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 214,74 Mio. € und einem EBITDA in Höhe von 19,13 Mio. €. Auch die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre haben wir unverändert gelassen. Veränderungen ergeben sich jedoch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses, welches den Wegfall der Minderheitenanteile für die ISR Information Products AG berücksichtigt. Wir gehen von einem Abschluss der Transaktion im vierten Quartal 2026 aus, sodass der Effekt auf das Nachsteuerergebnis in diesem Geschäftsjahr begrenzt bleibt. Ab dem kommenden Geschäftsjahr rechnen wir mit dem Wegfall von Minderheitenanteilen in Höhe von ca. 1,0 Mio. € pro Jahr. Dies haben wir entsprechend in unseren Schätzungen des Nachsteuerergebnisses der kommenden Geschäftsjahre berücksichtigt. Der sich aus der höheren Aktienzahl ergebende Verwässerungseffekt geht jedoch mit einem niedrigeren Ergebnis je Aktie einher.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 14,15 € je Aktie (alt: 16,00 €) ermittelt. Der Rückgang des Kursziels ist nahezu ausschließlich auf den Verwässerungseffekt im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung zurückzuführen. Zwar haben wir einen höheren Unternehmenswert in Höhe von 142,07 Mio. € (alt: 133,90 Mio. €) ermittelt, dieser verteilt sich jedoch auf 10,04 Mio. Aktien (alt: 8,37 Mio. Aktien). Die Kapitalerhöhung sowie die Bezahlung des Kaufpreises dürften netto zu einem leichten Rückgang der liquiden Mittel führen. Allerdings hat der Roll-Over-Effekt (neuer Kurszielhorizont: 30.06.2027) zu einem Anstieg des fairen Wertes geführt. Dieser hat sogar den wertmindernden Effekt aus der Erhöhung des risikolosen Zinssatzes auf 3,5 % (alt: 3,0 %) kompensiert. 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 2026 bis 2028 in Phase 1, erfolgt von 2029 bis 2033 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 % (bisher: 3,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,5 % (bisher: 10,5 %) 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 25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 3,50 % (bisher: 3,00%).

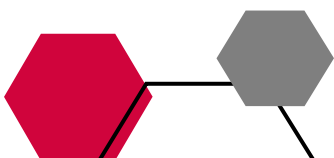
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,85 % (bisher: 10,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 95 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,41 % (bisher: 9,94 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 14,15 € (bisher: 16,00 €) ermittelt. Die Veränderung des Kursziels ist auf unterschiedlichen Faktoren zurückzuführen. Auf der einen Seite liegt eine höhere Aktienzahl vor, was das Kursziel je Aktie gemindert hat. Auf der anderen Seite haben wir einen Roll-Over-Effekt berücksichtigt, dem jedoch ein höherer risikoloser Zinssatz gegenübersteht. Schließlich haben wir den Liquiditätszugang aus der Kapitalerhöhung sowie den leicht höheren Liquiditätsabgang für den Erwerb von 25,1 % der Anteile an der ISR berücksichtigt.



DCF-Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	214,74	227,62	241,28	248,52	255,97	263,65	271,56	279,71	
Umsatzwachstum	2,5%	6,0%	6,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBITDA	19,13	22,83	25,40	26,16	26,95	27,76	28,59	29,45	
EBITDA-Marge	8,9%	10,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBIT	8,88	12,71	15,30	16,06	18,59	19,69	20,58	21,44	
EBIT-Marge	4,1%	5,6%	6,3%	6,5%	7,3%	7,5%	7,6%	7,7%	7,7%
NOPLAT	6,22	8,90	10,71	11,24	13,01	13,78	14,40	15,01	15,36
Working Capital (WC)	9,00	10,80	11,24	11,58	11,92	12,28	12,65	13,03	
Anlagevermögen (OAV)	17,00	14,50	12,20	10,10	9,74	9,68	9,67	9,66	
Investiertes Kapital	26,00	25,30	23,44	21,68	21,66	21,96	22,32	22,69	
Kapitalrendite	27,4%	34,2%	42,3%	48,0%	60,0%	63,6%	65,6%	67,3%	67,7%
EBITDA	19,13	22,83	25,40	26,16	26,95	27,76	28,59	29,45	
Steuern auf EBITA	-2,67	-3,81	-4,59	-4,82	-5,58	-5,91	-6,17	-6,43	
Veränderung OAV	-5,76	-7,62	-7,80	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	-8,00	
Veränderung WC	-7,77	-1,80	-0,44	-0,34	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	
Investitionen in Goodwill	-11,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-8,94	9,60	12,57	13,01	13,02	13,49	14,05	14,63	186,94

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	10,85%
Zielgewichtung	95,00%
Fremdkapitalkosten	3,00%
Zielgewichtung	5,00%
Taxshield	26,43%
WACC	10,41%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	154,15	160,61
Barwert expliziter FCFs	60,71	57,44
Barwert Continuing Value	93,44	103,17
Nettoschulden	22,30	17,21
Wert des Eigenkapitals	131,85	143,40
Fremde Gewinnanteile	-1,22	-1,33
Wert des Aktienkapitals	130,63	142,07
Ausstehende Aktien in Mio.	10,04	10,04
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,01	14,15

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%
Kapitalrendite	57,7%	14,39	13,42	12,57	11,84	11,19
	62,7%	15,34	14,28	13,36	12,56	11,85
	67,7%	16,29	15,14	14,15	13,28	12,52
	72,7%	17,25	16,01	14,94	14,00	13,18
	77,7%	18,20	16,87	15,72	14,72	13,84

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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

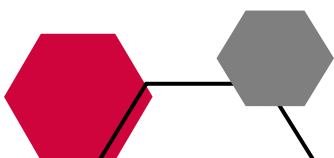
Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze 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. Aktien-splits, 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.

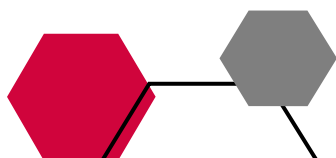
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

