

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 24,15 €
(bisher: 20,55 €)

Aktueller Kurs: 12,50
 02.08.2024 / XETRA /
 11:12 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005407100
 WKN: 540710
 Börsenkürzel: CSH

Aktienanzahl³: 8,368
 Marketcap³: 104,60
 Enterprise Value³: 115,92
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 60,7 %

Transparenzlevel:
 Prime Standard

Marktsegment:
 Regulierter Markt

Rechnungslegung:
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
 filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
 goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

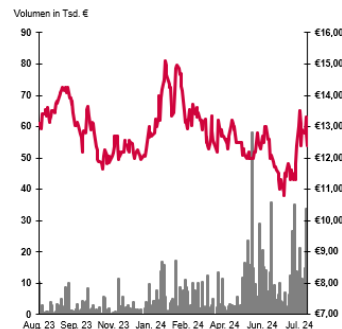
Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 05.08.24 (08:52 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 05.08.24 (13:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Unternehmensprofil

Branche: Software
 Fokus: Beratungs- und Softwarespezialist
 Mitarbeiter: 936 (30.06.2024)
 Gründung: 1988
 Firmensitz: Stuttgart
 Vorstand: Peter Schneck, Axel Otto



CENIT ist als führender Beratungs- und Softwarespezialist für die Optimierung von Geschäftsprozessen in den Feldern Digital Factory, Product Lifecycle Management (PLM), SAP PLM, Enterprise Information Management (EIM) und Application Management Services (AMS) seit über 33 Jahren erfolgreich aktiv. Standardlösungen von strategischen Partnern wie DASSAULT SYSTEMES, SAP und IBM ergänzt CENIT um etablierte, eigene Softwareentwicklungen. Hierzu gehören u.a. die FASTSUITE Produktfamilie für Softwarelösungen im Bereich Digitale Fabrik, cenitCONNECT für Prozesse rund um SAP PLM, cenitSPIN als leistungsfähiger PLM Desktop, CENIT ECLISO für eine effiziente Informationsverwaltung sowie ECM Systemmonitor zur Überwachung der IBM ECM Anwendungen. Das Unternehmen ist weltweit an 26 Standorten in neun Ländern mit über 930 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	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	184,72	211,12	240,66	259,20
EBITDA	16,41	19,61	27,48	31,22
EBIT	9,22	12,02	17,38	20,92
Jahresüberschuss	4,50	6,00	9,07	11,13

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,54	0,72	1,08	1,33
Dividende je Aktie	0,04	0,10	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,63	0,55	0,48	0,45
EV/EBITDA	7,07	5,91	4,22	3,71
EV/EBIT	12,58	9,65	6,67	5,54
KGV	23,27	17,44	11,53	9,40
KBV	2,32			

Finanztermine
02-03.09.24: Equity Forum Frankfurt
11.09.2024: Zürcher Investment Tag (GBC)
05.11.2024: Q3-Zahlen 2024
25.-27.11.24: Eigenkapitalforum

***letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.05.2024: RS / 20,55 / KAUFEN
11.04.2024: RS / 20,55 / KAUFEN
16.01.2024: RS / 20,90 / KAUFEN
03.11.2023: RS / 20,90 / 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“

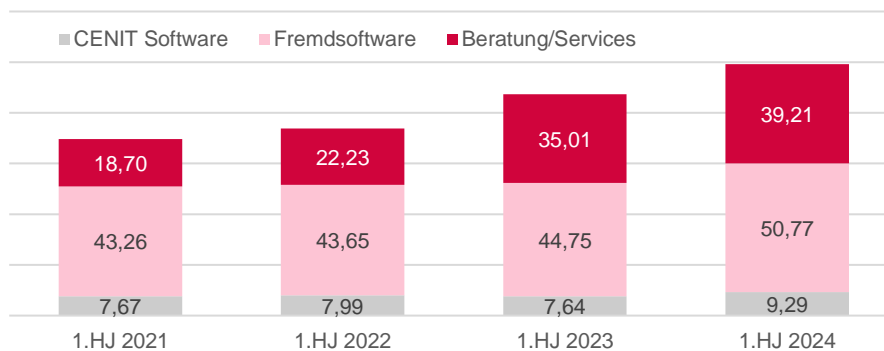
1.HJ 2024: Erwerb von Analysis Prime ist wertsteigernd, HJ-Zahlen im Rahmen der Erwartungen, Kursziel auf 24,15 € (bisher: 20,55 €) angehoben, Rating: KAUFEN

in Mio. €	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024
Umsatzerlöse	73,91	87,47	93,36
Umsatzerlöse – CENIT Software	7,99	7,64	9,29
Umsatzerlöse – Fremdsoftware	43,65	44,75	50,77
Umsatzerlöse – Beratung/Services	22,23	35,01	39,21
davon wiederkehrend	46,11	48,35	54,80
EBIT	1,12	2,62	2,01
Periodenergebnis	0,39	1,55	0,11

Quelle: CENIT AG; GBC AG; *nach Minderheiten

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres konnte die CENIT AG erneut ein deutliches Umsatzwachstum in Höhe von 6,7 % auf 93,36 Mio. € (VJ. 87,47 Mio. €) erzielen. Nach einem Umsatzwachstum von 16,4 % im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres lag das Umsatzwachstum im zweiten Quartal mit 10,8 % weiterhin im zweistelligen Bereich. Der organische Wachstumsbeitrag lag nach Unternehmensangaben bei 5,0 %, was dem mittelfristigen organischen Wachstumsziel des Unternehmens entspricht. Im anorganischen Wachstum sind die im abgelaufenen und im laufenden Geschäftsjahr akquirierten und damit noch nicht für ein volles Geschäftsjahr konsolidierten Unternehmen enthalten. So trug die am 03.01.2024 erworbene CCE GmbH erstmalig Umsatzerlöse in Höhe von 2,71 Mio. € bei.

Umsatzerlöse getrennt nach Umsatzarten (in Mio. €)



Quelle: CENIT AG; GBC AG

Alle Umsatzarten haben mit jeweils zweistelligen Zuwachsraten zur Umsatzentwicklung beigetragen. Besonders erfreulich ist die deutliche Steigerung der eigenen Softwareumsätze um +21,7 %, die auf Halbjahresbasis einen neuen Rekordwert markieren. Die Fokussierung auf die Steigerung dieser Umsätze trägt hier offensichtlich Früchte. Zudem dürfte ein Teil der im Vorjahr verschobenen Aufträge nun realisiert worden sein. Ebenso erfreulich ist der Anstieg der Umsätze mit Fremdsoftware (vor allem Dassault und SAP) um 13,4 %, wozu auch die 2024 erworbene CCE beiträgt. Die Entwicklung in diesem Bereich ist insbesondere vor dem Hintergrund der Anfang Juli 2024 veröffentlichten Gewinnwarnung von Dassault Systemes zu sehen, die eine Zurückhaltung der Kunden aufgrund des aktuellen geopolitischen Umfelds feststellt. Die CENIT AG hingegen spürt keine negativen Auswirkungen, was sich nicht zuletzt im starken Anstieg des Auftragsbestands um 20,3% auf 71,31 Mio. € (VJ. 59,26 Mio. €) widerspiegelt. Der Anstieg des Beratungsumsatzes um 12,0% ist schließlich insbesondere auf die im Geschäftsjahr 2022 akquirierte ISR zurückzuführen.

Trotz des Umsatzanstiegs verzeichnete die CENIT AG einen Rückgang des EBIT auf 2,01 Mio. € (VJ: 2,62 Mio. €). Bereinigt um akquisitionsbedingte Aufwendungen (Akquisition CCE und Akquisition Analysis Prime) sowie um den Abgang der CENIT Japan, die im Vorjahr noch einen EBIT-Beitrag von 0,87 Mio. € leistete, hätte die CENIT AG eine EBIT-Steigerung von 33,2 % auf 2,62 Mio. € (VJ: 1,97 Mio. €) erreicht.

Ausgehend von dem niedrigeren EBIT wurde unter dem Strich ein gegenüber dem Vorjahr ebenfalls niedrigeres Periodenergebnis in Höhe von 0,11 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) ausgewiesen. Hier wirkte sich auch der deutliche Anstieg der Zinsaufwendungen auf 1,33 Mio. € (VJ: 0,54 Mio. €) aus. Zur Umsetzung der M&A-Strategie wurden Bankverbindlichkeiten aufgenommen, die sich zum 30.06.24 auf 35,43 Mio. € (30.06.23: 23,00 Mio. €) beliefen.

Besonders hervorzuheben ist die erneut sehr positive Entwicklung des operativen Cash-flows. Durch die Freisetzung liquider Mittel im Working Capital erhöhte sich dieser auf 11,15 Mio. € (VJ: 10,30 Mio. €). Die liquiden Mittel belaufen sich zum 30.06.2024 auf 28,63 Mio. € und sind damit für die im Fokus stehende M&A-Strategie als ausreichend anzusehen.

Erwerb von Analysis Prime

Am 17.07.2024 gab CENIT den Erwerb von 60 % der Anteile an der US-amerikanischen Analysis Prime LLC bekannt. Die im Jahr 2018 gegründete Gesellschaft beschäftigt insgesamt 72 Mitarbeiter und ist im Bereich der Planung und Analyse geschäftskritischer Prozesse auf Basis der SAP Architektur tätig. Dabei verfügt die Gesellschaft über einen hohen Spezialisierungsgrad und ist in der Lage, hohe Tagessätze für Beratung und Implementierung abzurufen.

Für den Erwerb von 60 % der Anteile wurde ein vorläufiger Basispreis von 14,31 Mio. USD vereinbart. Der endgültige Kaufpreis sowie die variablen Bestandteile werden erst nach Vorlage des Zwischenabschlusses von Analysis Prime festgelegt. Für das laufende Geschäftsjahr 2024 erwartet die CENIT AG einen anteiligen Umsatzbeitrag von 11,50 Mio. USD und ein EBIT von 2,70 Mio. USD.

Analysis Prime verzeichnete in den vergangenen Geschäftsjahren ein starkes Umsatzwachstum und verfügt über ein hoch skalierbares Geschäftsmodell. Die CENIT AG tritt mit dieser Akquisition verstärkt in den US-Markt ein, was mit entsprechenden Cross-Selling-Potenzialen einhergeht. So kann beispielsweise das ISR Beratungsgeschäft, das insbesondere den Infrastrukturbereich im SAP Analytics Umfeld abdeckt, in die USA transferiert werden. In umgekehrter Richtung soll das Geschäft von Analysis Prime nach Europa transferiert werden. In den USA ist das neu erworbene Unternehmen in seinem Bereich Marktführer und ein wichtiger Partner für SAP.

Prognosen und Bewertung

In Mio. €	GJ 2023	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e (alt)	GJ 26e (neu)
Umsatzerlöse	184,72	200,42	211,12	216,45	240,66	233,77	259,20
EBITDA	16,41	19,60	19,61	22,57	27,48	25,36	31,23
EBITDA-Marge	8,9%	9,8%	9,3%	10,4%	11,4%	10,9%	12,1%
EBIT	9,22	12,01	12,01	15,17	17,38	18,06	20,93
EBIT-Marge	5,0 %	6,0%	5,7%	7,0%	7,2%	7,7%	8,1%
Jahresüberschuss	4,86	5,99	6,00	8,13	9,07	10,20	11,13

Quelle: GBC AG

Der Vorstand der CENIT hat im Rahmen der Halbjahresberichterstattung die bisherige Prognose bestätigt. Unverändert wird für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatz von 195 Mio. € bis 202 Mio. € und ein EBIT von 11,70 Mio. € bis 12,20 Mio. € erwartet.

In diesen Prognosen ist die kürzlich erworbene Analysis Prime noch nicht enthalten. Das neue Unternehmen soll nach Unternehmensangaben im Jahr 2024 einen Umsatz von 11,50 Mio. USD und ein EBIT von 2,70 Mio. USD beisteuern. Hierbei handelt es sich um einen zeitanteiligen Wert, da die Gesellschaft erst ab dem 01.08.2024 zum CENIT Konsolidierungskreis gehört. Der erwartete EBIT-Beitrag von Analysis Prime enthält zudem keine M&A bedingten Aufwendungen sowie keine Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte (PPA). Nach Berücksichtigung dieser Aufwendungen wird Analysis Prime nach Aussage des Vorstands im Jahr 2024 voraussichtlich keinen Ergebnisbeitrag leisten. Erst ab dem folgenden Geschäftsjahr rechnen wir mit einem sichtbaren Ergebnissprung.

Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnen wir daher mit Umsatzerlösen in Höhe von 211,12 Mio. € (bisher: 200,42 Mio. €) und einem unveränderten EBIT in Höhe von 12,01 Mio. € (bisher: 12,01 Mio. €). Bei einem Umsatzwachstum von 5,0 % erwarten wir einen akquisitionsbedingten Umsatzbeitrag von 24,21 Mio. € (2025) bzw. 25,43 Mio. € (2026) und heben unsere Umsatzprognosen entsprechend an. Wir kalkulieren mit PPA-Abschreibungen in Höhe von 3,0 Mio. € und erwarten einen akquisitionsbedingten EBIT-Beitrag von 2,21 Mio. € (2025) bzw. 2,87 Mio. € (2026). Unsere Ergebnisprognosen haben wir entsprechend angepasst.

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells unterstellen wir eine konstante Beteiligungsquote von 60 %. Neben dem vorläufigen Basiskaufpreis in Höhe von 14,31 Mio. USD (13,31 Mio. €) könnte im Jahr 2025 ein variabler Earn-Out fällig werden. Hier rechnen wir mit einem zusätzlichen Kaufpreis von 2,89 Mio. €. Als neues Kursziel haben wir 24,15 € (alt: 20,55 €) ermittelt. Bereinigt um den kursziel-erhöhenden Rollover-Effekt ergibt sich ein Kursziel von 22,14 €, womit wir die Akquisition von Analysis Prime als wertsteigernd einstufen. Wir bestätigen unser Kaufen-Rating.

Bewertung

Modellannahmen

Die CENIT AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 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 aufgrund des margenstarken Neuzugangs 12,5 % (bisher: 10,9 %) 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 9,46 % (bisher: 9,46 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 24,15 € (bisher: 20,50 €) ermittelt. Die Kurszielanhebung ist dabei sowohl eine Folge des turnusmäßigen Roll-Over-Effektes als auch der Anhebung unserer Schätzungen, die nun die neu erworbene Analysis Prime enthalten. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

CENIT AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	8,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	62,9%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	3,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	211,12	240,66	259,20	265,68	272,32	279,13	286,11	293,26	
US Veränderung	14,3%	14,0%	7,7%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	8,52	11,64	15,84	22,02	26,00	28,24	29,61	30,60	
EBITDA	19,61	27,48	31,22	32,01	32,81	33,63	34,47	35,33	
EBITDA-Marge	9,3%	11,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	12,02	17,38	20,92	21,71	25,21	27,03	28,25	29,25	
EBITA-Marge	5,7%	7,2%	8,1%	8,2%	9,3%	9,7%	9,9%	10,0%	8,0%
Steuern auf EBITA	-3,60	-5,21	-6,28	-6,51	-7,56	-8,11	-8,47	-8,77	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,41	12,17	14,65	15,19	17,65	18,92	19,77	20,47	
Kapitalrendite	24,9%	37,7%	51,1%	58,7%	80,9%	92,5%	98,3%	101,6%	82,8%
Working Capital (WC)	7,50	8,00	9,50	9,74	9,98	10,23	10,49	10,75	
WC zu Umsatz	3,6%	3,3%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
Investitionen in WC	-0,12	-0,50	-1,50	-0,24	-0,24	-0,25	-0,26	-0,26	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	24,77	20,67	16,37	12,07	10,47	9,88	9,66	9,58	
AFA auf OAV	-7,59	-10,10	-10,30	-10,30	-7,59	-6,59	-6,22	-6,08	
AFA zu OAV	30,6%	48,9%	62,9%	62,9%	62,9%	62,9%	62,9%	62,9%	
Investitionen in OAV	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investiertes Kapital	32,27	28,67	25,87	21,81	20,45	20,11	20,15	20,33	
EBITDA	19,61	27,48	31,22	32,01	32,81	33,63	34,47	35,33	
Steuern auf EBITA	-3,60	-5,21	-6,28	-6,51	-7,56	-8,11	-8,47	-8,77	
Investitionen gesamt	-19,43	-9,39	-7,50	-6,24	-6,24	-6,25	-6,26	-6,26	
Investitionen in OAV	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	-6,00	
Investitionen in WC	-0,12	-0,50	-1,50	-0,24	-0,24	-0,25	-0,26	-0,26	
nicht liquiditätswirksame Effekte	-13,31	-2,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,43	12,88	17,45	19,26	19,00	19,27	19,74	20,29	234,40
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	213,21	220,51							
Barwert expliziter FCFs	88,74	84,26							
Barwert des Continuing Value	124,47	136,25							
Nettoschulden (Net debt)	25,03	15,23							
Wert des Eigenkapitals	188,18	205,28							
Fremde Gewinnanteile	-2,91	-3,17							
Wert des Aktienkapitals	185,28	202,10							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37							
Fairer Wert der Aktie in EUR	22,14	24,15							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,34
Eigenkapitalkosten	9,8%
Zielgewichtung	95,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	5,0%
Taxshield	26,4%
WACC	9,5%

Kapitalrendite	WACC				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
72,8%	25,46	23,65	22,12	20,81	19,67
77,8%	26,71	24,78	23,14	21,73	20,51
82,8%	27,96	25,90	24,15	22,65	21,35
87,8%	29,21	27,02	25,17	23,57	22,19
92,8%	30,46	28,15	26,18	24,49	23,03

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:

<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 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