

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

**Restrukturierung belastet Ergebnis 2024; Geschäftsjahr 2025 wird ein Übergangsjahr; Wachstumsimpulse in 2026 erwartet**

**Branche:** Software

**Fokus:** Beratungs- und Softwarespezialist

**Gründung:** 1988

**Mitarbeiter:** 1.002 (30.09.2024)

**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.

in Mio. €	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	184,72	207,00	228,43	244,42
EBITDA	16,41	17,00	19,52	26,84
EBIT	9,22	7,30	8,02	15,44
Jahresüberschuss	4,50	2,60	3,06	7,66
Gewinn je Aktie	0,54	0,31	0,37	0,92
Dividende je Aktie	0,04	0,00	0,10	0,25
EV/Umsatz	0,40	0,36	0,33	0,30
EV/EBITDA	4,54	4,38	3,82	2,78
EV/EBIT	8,08	10,21	9,29	4,82
KGV	14,05	24,33	20,63	8,25
KBV	1,40			

**Investment Case**

- Vorläufige Umsatzerlöse in Höhe von 207 Mio. € liegen im Rahmen der im Oktober 2024 angepassten Guidance (205 – 210 Mio.€). Die EBITDA-Guidance (17,9 – 18,4 Mio. €) wurde hingegen mit einem vorläufigen EBITDA in Höhe von rund 17 Mio. € knapp verfehlt.
- Laufender Umbau der Organisation wurde über Rückstellungen bereits zum Teil im Geschäftsjahr 2024 abgebildet. Dies hatte eine schwächer als erwartete Ergebnisentwicklung nach sich gezogen.
- Laufendes Geschäftsjahr 2025 ist als Übergangsjahr, da es im Zeichen der laufenden Restrukturierung steht, zu betrachten. Sonderaufwendungen in Höhe von rund 4 Mio. € (GBC-Schätzung) dürften das operative Ergebnis belasten.
- Auch wenn kein weiteres anorganisches Wachstum zu erwarten ist, dürfte die CENIT AG einen weiteren Umsatzsprung erreichen. Aufgrund des erstmals ganzjährigen Einbezugs von Analysis Prime rechnen wir mit einem Anstieg der Umsatzerlöse auf 228,43 Mio. € (GJ 2024: 207 Mio. €). Aufgrund Sonderaufwendungen dürfte das EBIT nur geringfügig auf 8,02 Mio. € (GJ 2024: 7,3 Mio. €) ansteigen.
- Ein stärkeres Umsatzwachstum und eine im Nachgang der abgeschlossenen Restrukturierung deutliche Ergebnisverbesserung dürften das kommende Geschäftsjahr 2026 prägen.
- Neues Kursziel in Höhe von 19,00 € (bisher 22,00 €) ermittelt, Rating: KAUFEN

**Rating:** KAUFEN

**Kursziel:** 19,00 EUR (alt: 22,00 EUR)

**Aktie und Stammdaten**



Aktienkurs (Schluss 25.02.25)	7,55 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005407100
WKN	540710
Aktienzahl (in Mio.)	8,368
MCap (in Mio. EUR)	63,18
Enterprise Value (in Mio. EUR)	74,50
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**

10.04.25	Geschäftsbericht 2024
14.05.25	Q1-Zahlen 2025
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@gbg-ag.de)

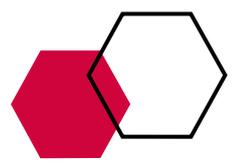
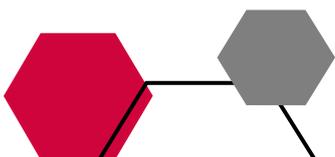
**Letzter GBC Research**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
07.11.24: RS / 22,00 EUR / KAUFEN  
05.08.24: RS / 24,15 EUR / KAUFEN  
15.05.24: RS / 20,55 EUR / KAUFEN  
11.04.24: RS / 20,55 EUR / KAUFEN  
\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen werden

Fertigstellung: 26.02.2025 (08:14 Uhr)  
Erste Weitergabe: 26.02.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 7



## VORLÄUFIGE ZAHLEN 2024

in Mio. €	GJ 2024	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e (alt)	GJ 26e (neu)
Umsatzerlöse	207,0*	228,43	228,43	250,08	244,42
EBITDA	17,0*	24,02	19,52	31,41	26,84
EBIT	7,3*	12,52	8,02	20,01	15,44
JÜ	2,6	5,70	3,06	10,86	7,66

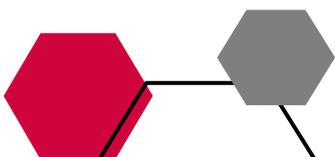
Quelle: CENIT AG; GBC AG; \*gemäß vorläufigen Zahlen

Nach ersten vorläufigen Zahlen hat die CENIT AG im abgelaufenen Geschäftsjahr Umsatzerlöse in Höhe von rund 207 Mio. € erzielt und liegt damit in der Mitte der im Oktober 2024 angepassten Umsatz-Guidance (205 Mio. € - 210 Mio. €). Mit einem vorläufigen EBITDA von rund 17 Mio. € (Vorjahr: 16,41 Mio. €) wurde die EBITDA-Guidance (17,9 Mio. € - 18,4 Mio. €) hingegen verfehlt. Bereits Ende Oktober 2024 hatte das CENIT Management die Ergebniserwartungen für das vierte Quartal 2024 gedämpft. Dies vor dem Hintergrund einer konjunkturell bedingten Nachfrageschwäche im Segment Automotive, das für rund 30 % des Gesamtumsatzes verantwortlich ist. Darüber hinaus war die CENIT AG von geringeren Abrufen aus der Luftfahrtindustrie betroffen, so dass in Summe der für das Unternehmen übliche Ergebnissprung im vierten Quartal nicht mehr absehbar war. Erschwerend kommt der immer noch laufende Wechsel von Einmal-Lizenzen zu SaaS-Erlösen hinzu.

Dass das EBITDA nun unter der Guidance liegt, ist auf den laufenden Umbau der Organisation, also unter anderem auf den planmäßigen Personalabbau, zurückzuführen. Die hierfür notwendigen Rückstellungen wurden zum Teil bereits im Geschäftsjahr 2024 gebildet, was das Ergebnis bereits im Vorfeld belastet hat. Analog zum EBITDA liegt auch das vorläufige EBIT mit 7,2 Mio. € bis 7,4 Mio. € unter der Guidance (8,0 Mio. € bis 8,5 Mio. €).

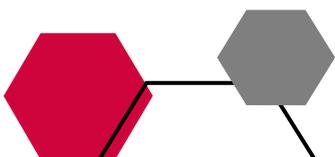
Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2024 (10.04.2025) wird das CENIT Management erstmals eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2025 veröffentlichen. Eine Aktualisierung der langfristigen Zielsetzung (CENIT 2030) könnte dann im Laufe des Jahres erfolgen. Angesichts der derzeit noch ausstehenden Regierungsbildung in Deutschland sowie möglicher zollbedingter Handelshemmnisse dürfte die Aufstellung einer aussagekräftigen Guidance mit besonderen Schwierigkeiten verbunden sein.

Im laufenden Geschäftsjahr 2025 sollte die CENIT AG dennoch eine sichtbare Steigerung der Umsatzerlöse ausweisen. Hierzu sollte vor allem der Basiseffekt aus der erstmaligen ganzjährigen Konsolidierung der im Juli 2024 erworbenen Analysis Prime beitragen. Unter Berücksichtigung eines zusätzlichen Umsatzwachstums der US-amerikanischen Tochtergesellschaft sollte Analysis Prime in 2025 einen zusätzlichen Umsatzbeitrag von rund 17,5 Mio. € gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr leisten. Über diesen Basiseffekt hinaus dürfte die CENIT AG nach unserer Einschätzung nur ein geringes Wachstum (ca. 2 %) erreichen, so dass wir insgesamt mit Umsatzerlösen in Höhe von 228,43 Mio. € kalkulieren. Hierbei unterstellen wir eine weitestgehend seitwärts gerichtete Nachfrageentwicklung, die die aktuellen konjunkturellen Schwierigkeiten widerspiegelt. Für das laufende Geschäftsjahr 2025 rechnen wir mit Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 4 Mio. € und reduzieren daher unsere bisherige EBIT-Prognose auf 8,02 Mio. € (bisher: 12,52 Mio. €). Das laufende Geschäftsjahr ist als Übergangsjahr zu sehen, in dem auch die bisher hohe M&A-Aktivität zum Erliegen kommen dürfte.



Für 2026 unterstellen wir eine höhere organische Wachstumsdynamik, sind aber mit einem prognostizierten Umsatz von 244,42 Mio. € (bisher: 250,08 Mio. €) etwas vorsichtiger. Obwohl sich die Hauptabnehmerbranchen des Unternehmens derzeit nachfrageschwach zeigen, gibt es auch Lichtblicke. So hat Dassault Systèmes langfristige Partnerschaften mit dem Volkswagen Konzern und der BMW Group vereinbart. Hiervon könnte die CENIT AG nachgelagert, z.B. bei der Anbindung an die SAP-Landschaft oder im Rahmen von Beratungsleistungen, deutlich profitieren. Darüber hinaus könnte dies eine Signalwirkung auf die Zulieferer haben, wodurch die CENIT AG direkte Umsätze generieren könnte. Im operativen Ergebnis sollten sich zudem die im Rahmen der Restrukturierungsmaßnahmen gehobenen Einsparpotenziale (GBC-Prognose: ca. 5 Mio. € p.a.) widerspiegeln, so dass wir einen EBIT-Sprung auf 15,44 Mio. € (bisher: 20,01 Mio. €) unterstellen.

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 19,00 € (alt: 22,00 €) ermittelt. Die Reduktion des Kursziels resultiert aus den angepassten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026. 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 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: 12,5 %) 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 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 2,50 % (bisher: 2,50%).

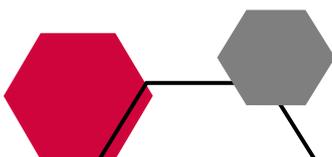
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

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

Die reduzierten Prognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 bieten eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Daher reduziert sich das Modellergebnis und wir haben ein neues Kursziel in Höhe von 19,00 € (bisher: 22,00 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



## DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz	207,00	228,43	244,42	250,53	256,79	263,21	269,79	276,54	
Umsatzwachstum	12,1%	10,4%	7,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	17,00	19,52	26,84	27,51	28,20	28,91	29,63	30,37	
EBITDA-Marge	8,2%	8,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	7,30	8,02	15,44	16,11	18,34	19,60	20,52	21,33	
EBITA-Marge	3,5%	3,5%	6,3%	6,4%	7,1%	7,4%	7,6%	7,7%	8,0%
NOPLAT	4,96	5,61	10,81	11,28	12,84	13,72	14,36	14,93	15,79
Working Capital (WC)	7,50	8,00	9,50	9,74	9,98	10,23	10,49	10,75	
Anlagevermögen (OAV)	22,66	20,16	17,76	15,36	14,50	14,19	14,08	14,04	
Investiertes Kapital	30,16	28,16	27,26	25,10	24,48	24,42	24,57	24,79	
Kapitalrendite	14,7%	18,6%	38,4%	41,4%	51,2%	56,0%	58,8%	60,8%	63,7%
EBITDA	17,00	19,52	26,84	27,51	28,20	28,91	29,63	30,37	
Steuern auf EBITA	-2,34	-2,41	-4,63	-4,83	-5,50	-5,88	-6,16	-6,40	
Veränderung OAV	-6,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	-9,00	
Veränderung WC	-0,12	-0,50	-1,50	-0,24	-0,24	-0,25	-0,26	-0,26	
Investitionen in Goodwill	-13,31	-2,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	-4,77	4,72	11,71	13,44	13,46	13,78	14,22	14,71	217,88

### 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	26,43%
<b>WACC</b>	<b>9,46%</b>

### Ermittlung fairer Wert

	GJ 24e	GJ 25e
Wert operatives Geschäft	174,24	186,01
Barwert expliziter FCFs	58,55	59,36
Barwert Continuing Value	115,69	126,64
Nettoschulden	26,36	23,84
Wert des Eigenkapitals	147,88	162,17
Fremde Gewinnanteile	-2,90	-3,18
Wert des Aktienkapitals	144,97	158,98
Ausstehende Aktien in Mio.	8,37	8,37
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	17,32	<b>19,00</b>

### Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%
Kapitalrendite	53,7%	19,49	17,89	16,53	15,36	14,35
	58,7%	21,01	19,25	17,76	16,48	15,37
	63,7%	22,54	20,62	<b>19,00</b>	17,60	16,40
	68,7%	24,06	21,99	20,24	18,73	17,42
	73,7%	25,59	23,36	21,47	19,85	18,44

## 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

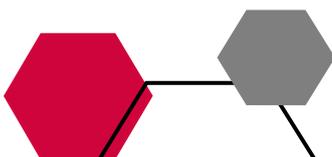
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### § 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.

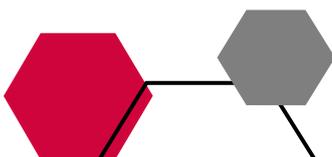
**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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,5b,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:

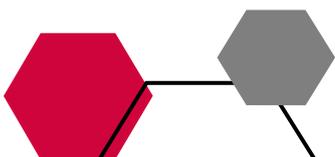
Jörg Grunwald, Vorstand

### § 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)**