

11.08.08 CENIT AG Systemhaus^{(5,7)*}

KAUFEN

Kursziel:
7,25 €

11. August 2008

Kurs zum 11.08.2008,
10:30 Uhr, XETRA:
4,45 €

**Letztes Rating
(Kursziel):**

KAUFEN (12,49 €)

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Felix Gode
gode@
gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@
gbc-ag.de

IR-Kontakt:

CENIT AG Systemhaus
Fabian Rau
Industriestraße 52-54
70565 Stuttgart

Tel.: 0711 7825 3185
Fax.: 0711 782544 4185

E-Mail: aktie@cenit.de

Web: www.cenit.de

Unternehmensprofil:

Branche: Software

Fokus: Beratungs- und Software-
spezialist für die Optimierung von
Geschäftsprozessen

Mitarbeiter: 687 (Stand: 30.06.08)

Firmensitz: Stuttgart, D

Gründung: 1988

Vorstand: Herr Kurt Bengel,
Herr Christian Pusch

WKN: 540710

ISIN: DE0005407100

Börsenkürzel: CSH

Anzahl Aktien: 8,368 Mio.

Marktkap.: 37,24 Mio. €

Streubesitz: 64 %

52 W Hoch: 10,94 €

52 W Tief: 4,20 €

Durchs. Tagesvolumen: 207.987 €

540710 CSH, Tageschart [Close] - 13.08.2007 - 11.08.2008 - 4,45



| In Mio. € | 2005 | 2006 | 2007 | 2008e | 2009e |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatz | 74,148 | 82,731 | 76,970 | 75,000 | 78,752 |
| EBITDA | 10,234 | 11,143 | 9,450 | 5,208 | 7,737 |
| EBIT | 9,409 | 10,187 | 8,364 | 4,008 | 6,437 |
| Jahresüberschuss | 6,748 | 8,372 | 6,090 | 3,267 | 4,812 |
| In Euro | | | | | |
| Gewinn je Aktie | 1,61 | 1,00 | 0,73 | 0,39 | 0,58 |
| Dividende je Aktie | 0,60 | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,50 |
| In % | | | | | |
| EBITDA-Marge | 13,8% | 13,5% | 12,3% | 6,9% | 9,8% |
| EBIT-Marge | 12,7% | 12,3% | 10,9% | 5,3% | 8,2% |
| Dividendenrendite | 13,48 % | 11,24 % | 11,24 % | 11,24 % | 11,24 % |
| Kennzahlen | | | | | |
| EV/Sales | neg. | 0,24 | 0,25 | 0,26 | 0,24 |
| EV/EBITDA | neg. | 1,80 | 2,03 | 3,68 | 2,48 |
| KGV | 2,76 | 4,45 | 6,11 | 11,40 | 7,74 |
| KBV (Basis EK zum 31.12.2007) | | | 1,42 | | |

Highlights:

- Umsatz- und Ertragsentwicklung im 1. Halbjahr 2008 schwächer
- Investitionsverschiebungen der Kunden
- Deutschlandgeschäft enttäuscht
- Ausländische Tochtergesellschaften mit positiver Entwicklung
- Ausblick auf das zweite Halbjahr positiver
- Starke Korrektur der Umsatz- und Ertragsprognosen für 2008
- Kursziel von 12,49 € auf 7,25 € zurückgenommen
- Attraktive Dividendenrendite von 10 %

Geschäftsentwicklung HJ 2008

Umsatzentwicklung

Die schwache Umsatzentwicklung des ersten Quartals setzte sich leider auch im zweiten Quartal weiter fort. Zwar lagen die Umsatzerlöse im zweiten Quartal mit 18,47 Mio. € um 2,65 Mio. € über dem Wert des ersten Quartals, jedoch um 1,98 Mio. € unter dem Niveau des Vorjahresquartals.

Dabei machten sich die Unsicherheiten bei den Kunden bezüglich der konjunkturellen Entwicklung bemerkbar, was dazu führte, dass es zu einem Investitionsstau seitens der Kunden kam. Daher wurden Entscheidungen über die Vergabe von Aufträgen im Software, als auch Servicebereich, verschoben. Diese Verschiebungen seitens der Kunden werden vor allem an den Auftragseingängen ersichtlich. Diese erhöhten sich im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zwar um 14 % auf 52,3 Mio. €. Jedoch wurden diese Aufträge aus den oben genannten Gründen bislang noch nicht abgerufen, sondern auf spätere Zeitpunkte verschoben.

In der Folge fielen auch die Halbjahresumsätze geringer aus als im Vorjahresvergleich. Insgesamt kam es zu einer Reduzierung der Umsätze um 0,77 Mio. € bzw. 10 % auf 34,28 Mio. €. Vor allem das Deutschlandgeschäft war für diese Entwicklung verantwortlich. Während die beiden wichtigsten Auslandsgesellschaften CENIT Schweiz und CENIT Nordamerika mit Umsatzzuwächsen von 79 % bzw. 2 % Steigerungen vorweisen konnten, brach der Umsatz in Deutschland von 34,92 Mio. € um 12 % auf 30,71 Mio. € ein. Darin enthalten sind zudem 1,29 Mio. € Umsatzerlöse der Anfang des Jahres akquirierten CAD Scheffler GmbH. Ohne diese hätte der Rückgang im Deutschlandgeschäft sogar fast 16 % betragen.

| | HJ 2007 | Umsatzanteil | HJ 2008 | Umsatzanteil | Veränd. in % |
|-------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|---------------|
| CENIT Software | 5,96 | 15,66% | 4,51 | 13,15% | -24,33% |
| Fremdsoftware | 4,03 | 10,59% | 4,66 | 13,59% | +15,63% |
| Beratung/Services | 22,16 | 58,24% | 23,24 | 67,77% | +4,87% |
| Hardware | 5,90 | 15,51% | 1,88 | 5,48% | -68,14% |
| Gesamt | 38,05 | 100,00% | 34,28 | 100,00% | -9,90% |
| PLM | 23,43 | 61,58% | 23,10 | 67,39% | -1,40% |
| EIM | 14,62 | 38,42% | 11,18 | 32,61% | -23,52% |
| Gesamt | 38,05 | 100,00% | 34,28 | 100,00% | -9,90% |

Quelle: CENIT

Besonders maßgeblich war der Umsatzrückgang bei den eigenen Softwarelösungen. Hier betrug der Umsatzrückgang über 24 % auf 4,51 Mio. €, nach 5,96 Mio. € im Vorjahr. Der Rückgang der Hardwareumsätze ist dagegen planmäßig erfolgt. Der Hardwarebereich wurde planmäßig aufgegeben und ausgelagert. Der Ausstieg erfolgte jedoch schneller als erwartet. In den kommenden Quartalen wird dieser Bereich daher keine weiteren Umsatzbeiträge mehr liefern. Die Bereiche Fremdsoftware und Beratung/Services konnten dagegen zulegen.

Bei der Betrachtung der Segmentuntergliederung zeigt sich, dass vor allem der Bereich EIM mit einem Minus zum Vorjahr von 23,5 % stark rückläufig war, wogegen der PLM-Bereich mit einem Minus von 1,4 % nur moderat unter dem Vorjahresniveau lag.

Ergebnisentwicklung

Die schwache Entwicklung des Deutschlandgeschäfts wirkte sich auch auf die Ergebniszahlen der CENIT aus. So fiel der Rohertrag von 29,49 Mio. € in 2007 auf 28,25 Mio. € in 2008. Der Rückgang ist mit 4,2 % unterproportional zu den Umsatzerlösen verlaufen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Materialkostenquote gesenkt wurde. Diese Entwicklung ist geprägt durch den verminderten Umsatzbeitrag des Hardwaregeschäfts. Im Zuge dessen kletterte die Rohmarge von 74,4 % auf 77,7 % im ersten Halbjahr 2008 an.

Diese Margenverbesserung konnte jedoch auf den weiteren Ergebnisstufen nicht gehalten werden. So sank die EBITDA-Marge von 13,2 % auf 3,9 % ab bzw. es verschlechterte sich der absolute Wert von 5,21 Mio. € auf 1,43 Mio. €.

Einer der wesentlichen Gründe ist in dem weiteren Ausbau der Belegschaft zu sehen. Seit Anfang des Jahres wurde der Mitarbeiterstamm trotz der schwächeren Umsatzentwicklung um 51 Personen auf 687 erweitert. Die Begründung für die weiteren Einstellungsaktivitäten sind in dem hohen Auftragsbestand zu sehen, der in den kommenden Quartalen wieder zu einer verbesserten Umsatzlage führen sollte. Zunächst belasten die Einstellungen, als auch die fehlende Auslastung durch den kundenseitigen Investitionsstau, aber die Personalkostenquote. Diese erhöhte sich von 45,3 % im Vorjahreszeitraum auf nunmehr 53,2 %. Absolut erhöhten sich die Personalaufwendungen um 7,8 % auf 19,34 Mio. €.

Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stiegen gegenüber dem Vorjahr deutlich um 18 % auf 7,48 Mio. € an. Wie beim Personalaufwand macht sich das verminderte Umsatzvolumen bei der Kostenquote stark bemerkbar, die mit 20,6 % über dem Vorjahresniveau von 16,0 % lag. Vor allem Kosten im Zusammenhang mit dem gesteigerten Personalbestand wie Reise-, Kfz-, Telefon- oder Fortbildungskosten führten zu diesem Anstieg. Auch die Kosten für die Personalakquise schlugen sich darin nieder.

Die Abschreibungen erhöhten sich gegenüber dem ersten Halbjahr 2007 leicht um 0,03 Mio. € auf 0,56 Mio. €, was im Zusammenhang mit der Übernahme der CAD Scheffler GmbH zu Beginn des Jahres zu sehen ist.

Entsprechend dem EBITDA sank auch das EBIT von 4,68 Mio. € auf 0,87 Mio. € signifikant ab, was einer Veränderung gegenüber dem Vorjahr um – 81,4 % gleichkommt. Auf Grund des positiven Zinsergebnisses in Höhe von 0,25 Mio. € und einer geringeren effektiven Steuerquote fiel das Konzernergebnis mit 1,00 Mio. € leicht über dem Niveau des EBIT aus. Die gesunkene Steuerquote hängt mit dem schwachen Halbjahresergebnis der CENIT Deutschland zusammen.

| In Mio. € | Halbjahr 2007 | Halbjahr 2008 | Veränderung |
|-----------------|---------------|---------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 38,05 | 34,28 | -9,90 % |
| Rohertrag | 29,49 | 28,25 | -4,20 % |
| Rohertragsmarge | 74,44 % | 77,73 % | +3,29 % |
| EBITDA | 5,21 | 1,43 | -72,61 % |
| EBITDA-Marge | 13,15 % | 3,93 % | -9,22 % |
| EBIT | 4,68 | 0,87 | -81,38 % |
| EBIT-Marge | 11,82 % | 2,40 % | -9,42 % |
| Konzernergebnis | 3,11 | 1,00 | -67,78 % |

Quelle: CENIT, GBC

Prognosen, Ausblick und Fazit

Auf Grund der Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2008 passen wir unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2008 und auch das Folgejahr deutlich nach unten an. Das Unternehmen geht davon aus, dass bis zum Ende des Jahres Umsatzerlöse von 75,0 Mio. € zu Buche stehen werden. Daher reduzieren wir unsere bisherigen Umsatzprognosen von 79,37 Mio. € auf nunmehr 75,00 Mio. €. Während aus dem Hardwarebereich im zweiten Halbjahr mit keinen weiteren Umsatzbeiträgen zu rechnen ist, sollte es vor allem im Beratungsbereich zu einer Belebung im zweiten Halbjahr kommen. Erste Erholungstendenzen kann das Unternehmen am gegenwärtigen Auftragseingang bereits erkennen.

| in Mio. € | 2008e (alt) | In % (alt) | 2008e (neu) | In % (neu) | 2009e (alt) | In % (alt) | 2009e (neu) | In % (neu) |
|-----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 79,37 | 100,00 | 75,00 | 100,00 | 83,34 | 100,00 | 78,75 | 100,00 |
| Rohertrag | 61,37 | 77,31 | 58,50 | 78,00 | 66,14 | 79,36 | 62,51 | 79,38 |
| EBITDA | 9,99 | 12,59 | 5,21 | 6,94 | 10,50 | 12,60 | 7,74 | 9,82 |
| EBIT | 8,79 | 8,79 | 4,01 | 5,34 | 9,20 | 11,04 | 6,44 | 8,17 |
| Konzernergebnis | 6,44 | 8,11 | 3,27 | 4,36 | 6,86 | 8,23 | 4,81 | 6,11 |

Auch die Ergebnisprognosen nehmen wir nach dem schwachen ersten Halbjahr zurück. Beim EBIT geht das Unternehmen davon aus 4,0 - 4,5 Mio. € zu erreichen. Wir passen unsere bisherigen Schätzungen vorsichtig auf das untere Ende der Spannweite an. Entsprechende Abschlüsse nehmen wir daher aus Vorsichtsgründen auch für das Geschäftsjahr 2009 vor. Nichtsdestotrotz erwarten wir, dass sich das Geschäft bereits im zweiten Halbjahr wieder beleben wird. In 2009 erwarten wir daher dann bereits wieder deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen, ausgehend von dem reduzierten Niveau 2007.

Für diese erwartete Entwicklung spricht der um 14 % auf 52,3 Mio. € gestiegene Auftragseingang sowie der um 35 % auf 39,6 Mio. € gestiegene Auftragsbestand. In den vollen Orderbüchern ist auch der Auftrag von Airbus über einen zweistelligen Millionenbetrag enthalten, der im Frühjahr gewonnen wurde. Der Starttermin für diesen Serviceauftrag war im Juli 2008. Darüber hinaus befindet sich das Unternehmen in weiteren Gesprächen über Großaufträge, die schon bald zu einem erfolgreichen Abschluss gebracht werden könnten. Mit einer perspektivischen Betrachtung auf 2009 sollten dann verschiedene Großkunden wieder ihre Investitionsvorhaben aufstocken. Dazu sollten auch die verstärkten Vertriebsanstrengungen beitragen, die dazu führen sollten die Kundenbasis weiter auszubauen. Erste Erfolge konnten dahingehend bereits verzeichnet werden. Für den mittelfristigen Ausblick sind wir daher weiterhin positiv gestimmt. Auch das Unternehmen zeigt sich optimistisch und reagiert auf diese Entwicklung mit weiteren Einstellungen. Um die erwarteten Auftragsvolumina bearbeiten zu können, sollen allein in 2008 weitere 70 Mitarbeiter eingestellt werden.

FAZIT: Auf Grund der gesenkten Prognosen für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 passen wir auch unser Kursziel von zuvor 12,49 € auf nunmehr 7,25 € signifikant an. Nach den jüngsten Kurseinbrüchen ist die Aktie jedoch auch auf Basis der reduzierten Prognosen günstig bewertet. Das erwartete KGV für 2009 beläuft sich auf unter 8. Zudem soll die Dividende von 0,50 € beibehalten werden, was einer Dividendenrendite von über 10 % entspricht. Das Kurspotenzial beläuft sich noch immer auf über 60 %. Damit bekräftigen wir unsere Einschätzung und behalten das Rating KAUFEN bei.

| | |
|---|---------|
| Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2 | |
| Umsatzwachstum | 5,00 % |
| EBITDA-Marge | 10,00 % |
| Steuerquote | 32,00 % |
| Working Capital in % vom Umsatz | 15,20 % |
| Umsatz zu OAV | 17,50 |
| Abschreibungen vom OAV | 29,00% |
| Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3 | |
| Umsatzwachstum | 2,00 % |
| Kapitalrendite | 28,80 % |

Discounted Cashflow-Modell

Die CENIT AG wurde von uns an Hand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 und 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen (bisher: 15,0 %). Die Steuerquote haben wir mit 32 % 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% bei einer Zielkapitalrendite von 28,8 %

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir unverändert mit 11,00 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 7,25 Euro**.

| DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario CENIT AG Systemhaus | | | | | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| in Mio. EUR | GJ 2008e | GJ 2009e | GJ 2010e | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | Endwert |
| Umsatz | 75,000 | 78,752 | 82,689 | 86,824 | 91,165 | 95,723 | 100,509 | |
| Umsatzveränderung | -2,6% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 6,9% | 9,8% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | |
| Abschreibungen/Zuschreibungen | -1,200 | -1,300 | -1,305 | -1,370 | -1,439 | -1,511 | -1,586 | |
| Abschreibungen vom OAV | 28,0% | 28,9% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | |
| EBITA | 4,008 | 6,437 | 6,964 | 7,312 | 7,678 | 8,062 | 8,465 | |
| EBITA-Marge | 5,3% | 8,2% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | 8,4% | |
| Steuerquote (effektive auf Gewinne) | 28,0% | 32,0% | 32,0% | 32,0% | 32,0% | 32,0% | 32,0% | |
| EBI (NOPLAT) | 2,885 | 4,377 | 4,735 | 4,972 | 5,221 | 5,482 | 5,756 | 6,054 |
| Working Capital | 9,250 | 12,000 | 12,569 | 13,197 | 13,857 | 14,550 | 15,277 | |
| Working Capital zu Umsatz | 12,3% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | 15,2% | |
| Operatives Anlagevermögen | 4,286 | 4,500 | 4,725 | 4,961 | 5,209 | 5,470 | 5,743 | |
| Umsatz zu operativen Anlagevermögen | 17,499 | 17,500 | 17,500 | 17,500 | 17,500 | 17,500 | 17,500 | |
| Investiertes Kapital (IK) | 13,536 | 16,500 | 17,294 | 18,159 | 19,067 | 20,020 | 21,021 | |
| Kapitalrendite | 35,5% | 32,3% | 28,7% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% | 28,8% |
| Free Cashflows: | | | | | | | | |
| EBITDA | 5,208 | 7,737 | 8,269 | 8,682 | 9,116 | 9,572 | 10,051 | |
| Steuern auf EBITA | -1,122 | -2,060 | -2,228 | -2,340 | -2,457 | -2,580 | -2,709 | |
| Investitionen in OAV | -3,424 | -1,514 | -1,530 | -1,607 | -1,687 | -1,771 | -1,860 | |
| Veränderung des Working Capital | -319,4% | -275,0% | -56,9% | -62,8% | -66,0% | -69,3% | -72,7% | |
| Investitionen in Goodwill | -2,34 | - | - | - | - | - | - | |
| Freier Cashflow | -4,87 | 1,41 | 3,94 | 4,11 | 4,31 | 4,53 | 4,75 | 62,72 |

| VALUATION in Mio. EUR | GJ 2007 | GJ 2008e | GJ 2009e | GJ 2010e |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Barwert expliziter FCFs | 9,626 | 15,556 | 15,851 | 13,650 |
| Barwert des Continuing Value | 30,244 | 33,565 | 37,251 | 41,342 |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 39,869 | 49,121 | 53,102 | 54,992 |
| Nettoschulden (Net debt) | -18,059 | -9,602 | -7,582 | -8,340 |
| Barwert aller Optionsrechte | - | - | - | - |
| Wert des Eigenkapitals | 57,928 | 58,723 | 60,684 | 63,331 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,026 | -0,026 | -0,027 | -0,028 |
| Wert des Aktienkapitals | 57,902 | 58,697 | 60,656 | 63,303 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 8,368 | 8,368 | 8,368 | 8,368 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 6,92 | 7,01 | 7,25 | 7,56 |

| FINANZCASHFLOW in Mio. EUR | GJ 2008e | GJ 2009e | GJ 2010e | GJ 2011e |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Dividendenzahlung | -4,184 | -4,184 | -4,184 | -4,184 |
| Aktienrückkäufe | - | - | - | - |
| Zinsaufwand/ertrag | 0,600 | 0,750 | 1,000 | 1,000 |

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

| | | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 10,0% | 10,5% | 11,0% | 11,5% | 12,0% |
| Kapitalrendite | 28,2% | 7,26 | 6,90 | 6,58 | 6,30 | 6,06 |
| | 30,2% | 7,65 | 7,26 | 6,92 | 6,61 | 6,34 |
| | 32,2% | 8,04 | 7,62 | 7,25 | 6,92 | 6,63 |
| | 34,2% | 8,43 | 7,98 | 7,58 | 7,23 | 6,91 |
| | 36,2% | 8,82 | 8,34 | 7,91 | 7,54 | 7,20 |

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 7,25 €

Anhang

§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 verwendet, 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 Angebotschreiben 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 andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5,7)

§ 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 Unternehmen.

(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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Cosmin Filker, Finanzanalyst (junior)

§ 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 & INVESTMENT ANALYSEN -

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