



GBC Research (Update)

SYZYGY AG

S / Z / G / A G

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 13

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“

SYZGY Gruppe *1,5a,7,11

Zwischen Restrukturierung und Erneuerung: Digitalexperte mit Turnaround-Potenzial

Branche: Kommunikation und Technologie
Fokus: Digitales Marketing
Vorstand: Frank Wolfram (CEO), Erwin Greiner (CFO), Frank Ladner (CTO)

Mitarbeiter: 537 (30.06.2025)
Firmensitz: Bad Homburg
Gründung: 1995

Die SYZGY Gruppe ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für Digital Experiences. Im Jahr 1995 gegründet ist die SYZGY Gruppe in vier Ländern mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Seit dem Jahr 2000 ist die SYZGY AG im Prime Standard börsennotiert. Neben der Kernmarke SYZGY gehören der Enterprise Technologie-Spezialist SYZGY Techsolutions, der Performance Marketing- und Media-Spezialist SYZGY Performance, das Design Studio Ars Thanea und die Strategieberatung different zur Gruppe. Die 537 Spezialisten der SYZGY Gruppe betreuen Marken wie Audi, BMW, Bosch, Die Bundesregierung, Condor, Commerzbank, Deutsche Bank, Eucerin, Hilti, HUK-Coburg, Hymer, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, mobile.de, o2 Telefónica, PayPal, Porsche, Sennheiser, Volkswagen und Wempe.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	69,43	59,71	62,69	65,83
EBIT - vor Goodwill	5,67	1,81	4,42	5,39
EBIT - nach Goodwill	-10,98	1,81	4,42	5,39
Jahresüberschuss	-13,31	0,91	2,74	3,36
Gewinn je Aktie	-0,99	0,07	0,20	0,25
Dividende je Aktie	0,00	0,15	0,18	0,20
EV/Umsatz	0,63	0,73	0,70	0,66
EV/EBIT-vor Goodwill	7,71	24,22	9,89	8,12
KGV	-2,24	32,62	10,87	8,87
KBV	1,08			

Investment Case

- Schwäche im Beratungs- und Performance-Marketing-Geschäft, Wegfall des Lufthansa-Etats sowie eine rückläufige Nachfrage von US-Kunden (Segment Polen) haben im ersten Halbjahr 2025 einen Umsatzrückgang auf 29,41 Mio. € (VJ: 34,93 Mio. €) nach sich gezogen.
- Kerngeschäftsfelder Digital Experience und IT-Services laufen planmäßig und weisen, bereinigt um Lufthansa-Etat, ein leichtes Wachstum auf. UK & USA profitiert ebenfalls von Neukundengewinnen und wächst ebenfalls leicht.
- Das EBIT in Höhe von 0,50 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €) reflektiert noch keine vollständigen Kostenentlastungen aus dem fortlaufenden Restrukturierungsprogramm.
- SYZGY passt die Guidance nach unten an. Für 2025 wird ein Umsatzrückgang in Höhe von rund 14 % bei einer EBIT-Marge von rund 3 % in Aussicht gestellt. Bisher war eine EBIT-Marge von 7 % bei einem Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich erwartet worden.
- Wir passen unsere Schätzungen für 2025 an, behalten aber die Wachstumsannahmen für die Folgejahre unverändert bei.
- Ausgehend von den niedrigeren Prognosen haben wir ein Kursziel in Höhe von 4,75 € (bisher: 5,30 €) ermittelt. Wir vergeben das Rating KAUFEN.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 4,75 EUR (alt: 5,30 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 05.08.25	2,20 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005104806
WKN	510480
Aktienzahl (in Mio.)	13,50
MCap (in Mio. EUR)	29,84
Enterprise Value (in Mio. EUR)	43,72
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

WPP	50,3%
Free Float	49,7%

Finanztermine

30.04.25	Q1-Zahlen 2025
10.07.25	Hauptversammlung
30.07.25	HJ-Bericht 2025
30.10.25	Q3-Zahlen 2025

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.05.25: RS / 5,30 / KAUFEN
17.04.25: RS / 5,30 / KAUFEN
12.02.25: RS / 5,50 / KAUFEN
04.11.24: RS / 6,60 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 06.08.2025 (10:04 Uhr)
Erste Weitergabe: 06.08.2025 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 14

EXECUTIVE SUMMARY

● In den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 verzeichnet die SYZGY AG einen deutlichen Rückgang der Umsatzerlöse um 15,8 % auf 29,41 Mio. € (VJ: 34,93 Mio. €). Nach dem schwachen Start in das laufende Geschäftsjahr war auch das zweite Quartal von einer rückläufigen Nachfrage geprägt. Diese lag insbesondere im Beratungssegment sowie im Performance-Marketing-Geschäft vor, also in Geschäftsbereichen, die besonders stark unter der schwachen Konjunkturlage leiden. Beratungsprojekte sind in schwierigen Marktlagen meist die ersten, die auf den Prüfstand gestellt oder verschoben werden.

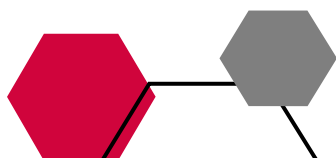
● Nach Berichtsregionen getrennt ist der Umsatzrückgang insbesondere auf die beiden Segmente Deutschland und Polen zurückzuführen. In Deutschland sind die Umsätze auf 23,78 Mio. € (VJ: 28,84 Mio. €) zurückgegangen. Einerseits hat sich die Schwäche im Beratungsgeschäft verschärft, andererseits macht sich der Wegfall des Lufthansa-Etats bemerkbar. Letzteres hat unseren Schätzungen zufolge zu einem Umsatzrückgang in Höhe von rund 2,5 Mio. € geführt. Laut der SYZGY AG haben sich die Kernbereiche Digital Experience und IT-Services dagegen planmäßig entwickelt. Das Segment Polen, das einen großen Teil des GCI-Geschäfts mit US-Kunden generiert, verzeichnete einen Umsatzrückgang auf 3,05 Mio. € (VJ: 3,78 Mio. €). Im Segment UK & US hingegen führten Neukundengewinne zu einer leichten Umsatzsteigerung auf 2,79 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €).

● Der starke Umsatzrückgang konnte trotz fortlaufender Restrukturierungsmaßnahmen nicht kostenseitig aufgefangen werden, wodurch sich das EBIT auf 0,50 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €) ebenfalls sichtbar reduzierte. Die ersten sechs Monate des Jahres 2025 waren von Restrukturierungsmaßnahmen geprägt, erste Kostenentlastungen werden erst im Verlauf des zweiten Halbjahres sichtbar. Darüber hinaus hat die SYZGY AG ihre Vertriebsaktivitäten zur Neukundengewinnung aufrechterhalten.

● Aufgrund der unter den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung hat SYZGY die Prognose für das Geschäftsjahr 2025 reduziert. Bei einem erwarteten Umsatzrückgang von rund 14 % bei einer EBIT-Marge von rund 3 % erreicht werden. Bislang war man von einem Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich und einer EBIT-Marge von 7 % ausgegangen. Das bedeutet, dass das zweite Halbjahr noch keine relevanten Aufholeffekte aufweisen dürfte. Niedrigere Sonderaufwendungen sollten aber zu einem besseren operativen Ergebnis führen.

● Wir passen unsere Schätzungen für die Geschäftsjahre 2025, 2026 und 2027 an die Unternehmens-Guidance an. Zwar sind die deutschen Gesellschaften von der Schwäche des Beratungsgeschäfts sowie vom Wegfall des Lufthansa-Etats betroffen, jedoch dürften sich die weiteren Kernbereiche planmäßig entwickeln. Wir passen unsere Umsatzprognose für das Jahr 2025 auf 59,71 Mio. € (bisher: 63,18 Mio. €) an und erwarten ein EBIT in Höhe von 1,81 Mio. € (bisher: 4,45 Mio. €). Für die Folgejahre behalten wir unsere bisherigen Wachstumsannahmen bei; aufgrund der niedrigeren Ausgangslage nehmen wir jedoch auch hier Prognoseanpassungen vor.

● Die Reduktion der Schätzungen für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027 bildet eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Dem steht zwar ein kurszielerhöhender Roll-Over-Effekt gegenüber, insgesamt reduziert sich der im Rahmen des Bewertungsmodells ermittelte faire Unternehmenswert jedoch auf 4,75 € (bisher: 5,30 €). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary 3

Unternehmen..... 5

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2025 6

 Umsatzentwicklung 1.HJ 2025..... 6

 Ergebnisentwicklung 1.HJ 2025..... 7

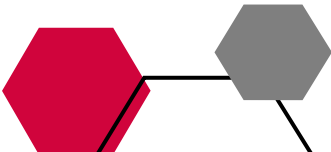
 Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2025 8

Prognosen und Bewertung..... 9

 Bewertung..... 11

 DCF Modell 12

Anhang 13



UNTERNEHMEN

Mit dem Portfolio von End-to-End-Digital-Experience-Services schafft die SYZYGY Gruppe positive digitale Erlebnisse über sämtliche digitale Kontaktpunkte, Produkte und Dienstleistungen hinweg.

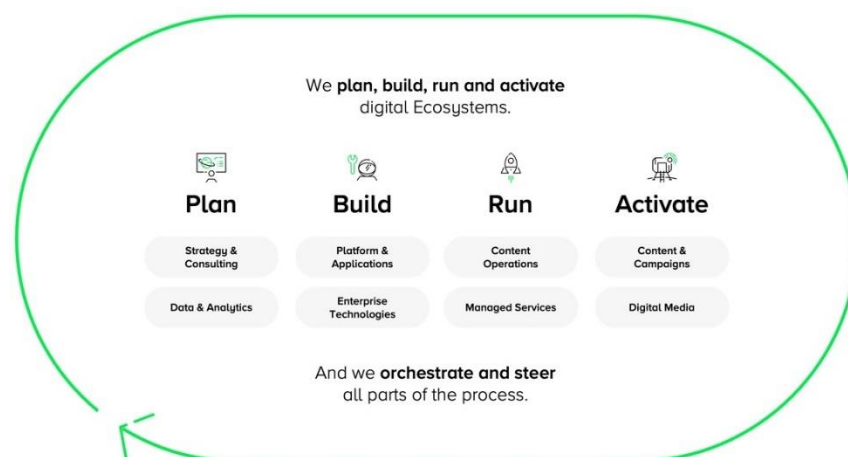


Quelle: SYZYGY AG

SYZYGY

SYZYGY

Im Bereich „Digital Experience Services“ bietet SYZYGY ein spezialisiertes End-to-End-Service-Portfolio, das multidisziplinäre Expertise für kundenorientierte Digitalstrategien vereint. So entstehen nahtlose und beeindruckende digitale Erlebnisse entlang der gesamten Customer Value Chain.



Quelle: SYZYGY AG

different

Strategieberatung

different berät Unternehmen und Organisationen und entwickelt multiperspektivische Lösungen für zukunftsfähige Geschäftsmodelle, Portfolios, Organisationsformen und -strukturen sowie Visionen und Brand Experiences.

Ars Thanea

Design & Craft Studio

Ars Thanea vereint Design, Technologie und Storytelling, um außergewöhnliche visuelle Erlebnisse zu schaffen. Mit Computer-Generated Imagery (CGI), visuellen Effekten (VFX), Motion Design und interaktiven Lösungen inszeniert das Unternehmen Marken innovativ und entwickelt immersive Kampagnen sowie digitale Inhalte auf höchstem Niveau.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2025

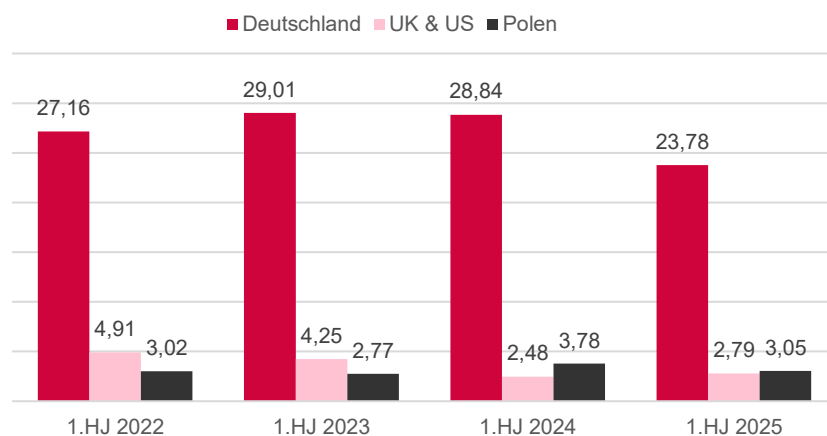
GuV in Mio. €	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024	1.HJ 2025
Umsatzerlöse	34,40	35,99	34,93	29,41
davon Deutschland	27,16	29,01	28,84	23,78
davon UK & USA	4,91	4,25	2,48	2,79
davon Polen	3,02	2,77	3,78	3,05
EBIT (vor Goodwill-Afa)	3,10	2,23	2,84	0,50
EBIT (nach Goodwill-Afa)	3,10	-1,98	2,84	0,50
Periodenergebnis	1,79	-3,27	1,70	0,22

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2025

Nach dem schwachen Start in das laufende Geschäftsjahr 2025 war bei der SYZYGY AG auch das zweite Quartal von einer rückläufigen Umsatzentwicklung gegenüber dem Vorjahr geprägt (-15,0 % im ersten Quartal und -16,6 % im zweiten Quartal). Auf Halbjahresbasis weist die Gesellschaft damit einen Umsatzrückgang in Höhe von -15,8 % aus. Die Umsatzerlöse liegen bei 29,41 Mio. € (VJ: 34,93 Mio. €). Wie auch in den Vorquartalen hängt diese Entwicklung insbesondere mit einer schwachen Performance im Beratungssegment sowie im Performance-Marketing-Geschäft zusammen. Beratungsprojekte sind konjunktursensitiver und werden in schwierigen Marktlagen meist als erste Projekte auf den Prüfstand gestellt oder verschoben. Vor diesem Hintergrund hat die SYZYGY AG in den vergangenen Berichtsperioden bereits Restrukturierungsmaßnahmen für die Strategieberatungsgesellschaft different GmbH vorgenommen.

Umsatzerlöse aufgeteilt nach Berichtsregionen (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Schwäche im Beratungsgeschäft, welches nochmals unter den Erwartungen lag, war einer der wesentlichen Treiber hinter dem Umsatzrückgang der in Deutschland erwirtschafteten Umsätze auf 23,78 Mio. € (VJ: 28,84 Mio. €). Demgegenüber verlief die Entwicklung in den beiden Kernbereichen Digital Experience und IT-Services planmäßig. Allerdings ist an dieser Stelle der Wegfall des Luftansa-Etats zu erwähnen, der nach unseren Schätzungen im ersten Halbjahr 2025 zu einem Umsatzrückgang von rund 2,5 Mio. € geführt haben dürfte.

Zusätzlich zur Umsatzschwäche in Deutschland war die von der Tochtergesellschaft Ars Thanea repräsentierte Berichtsregion Polen von einem

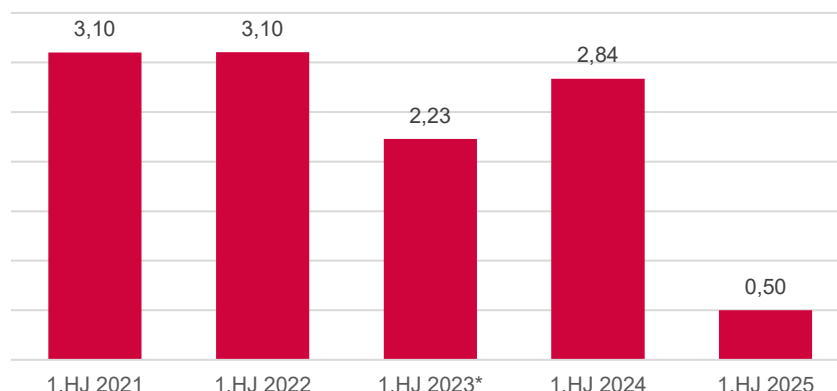
Umsatzrückgang auf 3,05 Mio. € (VJ: 3,78 Mio. €) betroffen. Rund 40 % des polnischen Geschäfts entfallen auf GCI-Dienstleistungen, davon wiederum zwei Drittel auf Kunden aus den USA. Das US-Geschäft litt dabei insbesondere unter den geopolitischen Unsicherheiten, was letztlich zum Umsatzrückgang der Ars Thanea geführt hat.

Demgegenüber stiegen die Umsätze des Segments „US & UK“ auf 2,79 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €) an, wodurch sich der leicht positive Trend fortsetzte. Im zweiten Quartal 2025 wurden die höchsten Umsätze der vergangenen sechs Quartale erzielt, was insbesondere auf Neukundengewinne zurückzuführen ist.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2025

Der deutliche Umsatzrückgang in Höhe von 15,8 % ging nur mit einer unterproportionalen Kostenreduktion einher, sodass sich das EBIT deutlich auf 0,50 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €) reduzierte. Zwar hat das Management der SYZYG AG im Zuge der fortlaufenden Restrukturierung den Personalbestand in den ersten sechs Monaten 2025 weiter auf 537 (31.12.24: 550) reduziert, daraus resultierende Kostenentlastungen sollten erst im zweiten Halbjahr 2025 sichtbar werden. Die Restrukturierungsmaßnahmen sollen bis Jahresende 2025 fortgesetzt werden, was ebenfalls mit Aufwendungen verbunden ist. Gleichzeitig hat die Gesellschaft ihre Vertriebsbemühungen zur Neugeschäftsgewinnung ausgebaut und somit ihre Vertriebs- und Marketingkosten auf 2,73 Mio. € (VJ: 2,50 Mio. €) erhöht.

EBIT auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: SYZYG AG; GBC AG

Unterm Strich weist die Syzygy AG ein ebenfalls rückläufiges Periodenergebnis in Höhe von 0,22 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €) aus. Dabei verbesserte sich das Finanzergebnis gegenüber dem Vorjahr auf -0,19 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €), was vor allem auf die zwischenzeitliche Rückführung von Bankverbindlichkeiten zurückzuführen ist. Darüber hinaus lagen die Steueraufwendungen mit -0,10 Mio. € (VJ: -0,72 Mio. €) aufgrund des niedrigeren Vorsteuerergebnisses ebenfalls unter dem Vorjahreswert.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2025

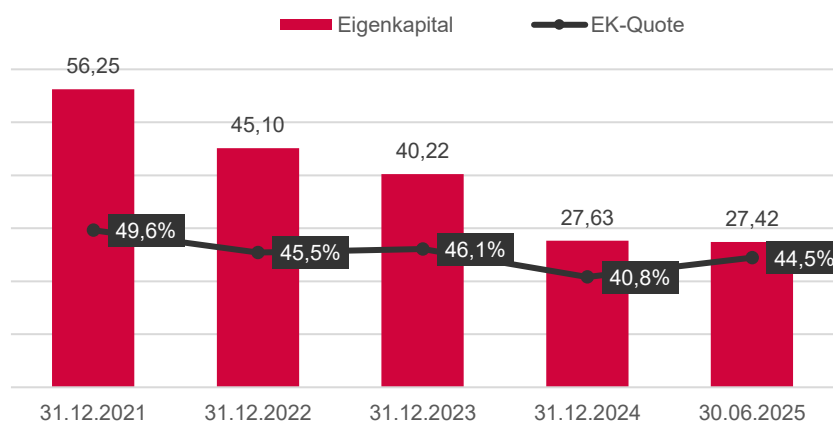
in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.06.2025
Eigenkapital	45,10	40,22	27,63	27,42
EK-Quote	45,5%	46,1%	40,8%	44,5%
Goodwill	43,04	38,91	22,90	22,67
Operatives Anlagevermögen	26,85	19,93	17,83	16,47
davon IFRS 16	20,44	14,95	13,77	12,76
Bankverbindlichkeiten	8,00	4,50	1,00	4,00
Liquide Mittel	8,90	4,00	5,05	3,97
Cashflow (operativ)	12,56	7,07	9,63	-1,51
Cashflow (Investition)	-1,20	0,18	-0,56	-0,32
Cashflow (Finanzierung)	-5,79	-10,90	-8,16	0,77

Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Typischerweise weist die SYZGY AG eine zyklische Entwicklung des operativen Cashflows auf. Neben dem operativen Geschäft folgt dieser in besonderer Weise den erhaltenen Anzahlungen. Deren liquiditätswirksamer Anstieg führt in der Regel zu einem starken operativen Cashflow zum Ende eines Geschäftsjahres. Demgegenüber führt der Abbau der erhaltenen Anzahlungen typischerweise zu einer Minderung des operativen Cashflows. Dieser Vorgang betrifft insbesondere das erste Halbjahr der Gesellschaft. Insofern ist der in den ersten sechs Monaten des Jahres 2025 vorliegende negative operative Cashflow in Höhe von -1,51 Mio. € (VJ: -0,25 Mio. €) nicht überraschend, wenngleich dieser aufgrund der unter den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung negativer als erwartet ausgefallen ist.

Um sich angesichts des negativen freien Cashflows sowie der im Finanzierungs-Cashflow enthaltenen Leasing-Zahlungen einen komfortablen Liquiditätsbestand zu sichern, hat die Gesellschaft wieder in höherem Umfang Bankverbindlichkeiten in Anspruch genommen. Im Vergleich zum 31.12.2024 stiegen die ausstehenden Kredite um 3,00 Mio. € auf 4,00 Mio. €.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Dennoch reduzierte sich das Fremdkapital, insbesondere aufgrund der planmäßigen Tilgung von Leasingverbindlichkeiten sowie des Rückgangs der Verbindlichkeiten mit Working-Capital-Charakter. Bei nahezu konstantem Eigenkapital führte dies zu einer sichtbaren Verbesserung der EK-Quote auf 44,5 % (31.12.24: 40,8 %).

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

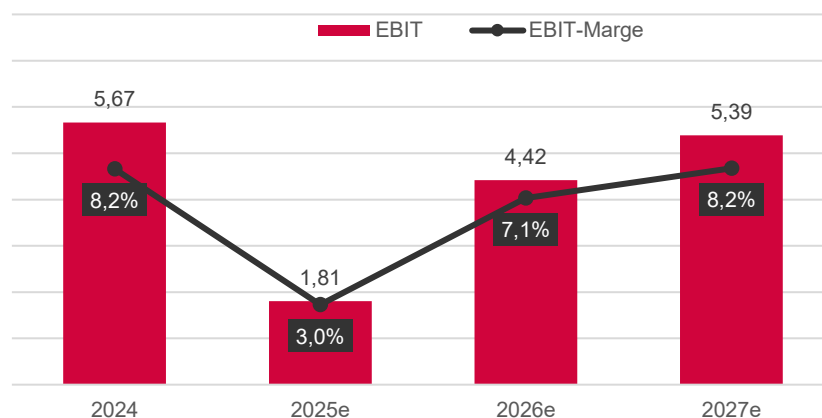
GuV in Mio. €	GJ 24	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26 (alt)	GJ 26e (neu)	GJ 27e (alt)	GJ 27e (neu)
Umsatzerlöse	69,43	63,18	59,71	66,34	62,69	69,66	65,83
davon Deutschland	56,45	48,82	47,17	50,97	49,29	53,18	51,48
davon UK & USA	5,06	6,07	5,56	6,25	5,73	6,44	5,90
davon Polen	8,21	8,29	6,98	9,12	7,68	10,03	8,44
EBIT (vor Goodwill-Afa)	5,67	4,45	1,81	5,37	4,42	6,13	5,39
EBIT-Marge (vor Goodwill-)	8,2%	7,0%	3,0%	8,1%	7,1%	8,8%	8,2%
Jahresüberschuss	-13,31	2,78	0,92	3,41	2,75	3,88	3,37

Quelle: GBC AG

Aufgrund der unter den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung der ersten sechs Monate des Jahres 2025 hat das SYZYGY-Management die Prognose nach unten angepasst. Aktuell wird mit einem Umsatzrückgang von rund 14 % gerechnet und gleichzeitig eine EBIT-Marge von rund 3 % in Aussicht gestellt. Bislang waren ein Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich sowie eine EBIT-Marge von rund 7 % erwartet worden. Die Gesellschaft erwartet für das zweite Halbjahr auf Umsatzebene folglich keine relevanten Aufholeffekte, rechnet jedoch mit einer spürbaren Ergebnisverbesserung gegenüber dem ersten Halbjahr.

Angesichts der neuen Unternehmens-Guidance passen wir unsere Prognosen an und rechnen für 2025 mit Umsatzerlösen in Höhe von 59,71 Mio. € (bisher: 63,18 Mio. €). Dies entspricht einem Rückgang von rund 14 %. Bezogen auf die Berichtsregionen sollte sich die Tendenz des ersten Halbjahres 2025 fortsetzen. In Deutschland sollten die Umsätze dabei um 16,4 % auf 47,17 Mio. € (2024: 56,45 Mio. €) zurückgehen. Hierfür dürften insbesondere der Wegfall des Lufthansa-Etats sowie die anhaltende Schwäche im Beratungssegment verantwortlich sein. Demgegenüber rechnen wir im Performance Marketing mit leichten Erholungstendenzen, begleitet von einem ebenfalls leichten Umsatzanstieg im Technologiebereich sowie bei Digital Experience. In Polen sollte das zweite Halbjahr 2025 deutlich stärker ausfallen. Hier verzeichnet die SYZYGY AG bereits eine spürbare Auftragsbelebung seitens US-amerikanischer Kunden. Schließlich gehen wir in Großbritannien und den USA von einer seitwärts gerichteten Umsatzentwicklung im Vergleich zum ersten Halbjahr 2025 aus, was auf Gesamtjahresbasis zu einer Umsatzverbesserung auf 5,56 Mio. € führen dürfte.

Prognose EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)

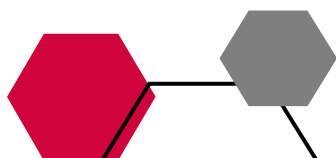


Quelle: GBC AG

Das EBIT des zweiten Halbjahres 2025 sollte von einer Reduzierung der mit der Restrukturierung verbundenen Sonderaufwendungen geprägt sein. Zudem sollten weitere Kosteneinsparungen im Zusammenhang mit dem fortgesetzten Personalabbau erzielt werden, sodass wir die EBIT-Guidance als nachvollziehbar einstufen. Dementsprechend passen wir unsere EBIT-Prognose auf 1,81 Mio. € (bisher: 4,45 Mio. €) an.

Nach dem Übergangsjahr 2025 erwarten wir, ausgehend von einer niedrigeren Umsatzbasis, eine Rückkehr zum Umsatzwachstum. Neukundengewinne sollten einen Teil des ab 2025 erstmals spürbaren Verlustes des Lufthansa-Etats kompensieren. Unabhängig von der konjunkturellen Lage sollte die SYZYGY AG mit ihrem umfassenden Produkt- und Dienstleistungsangebot zudem vom anhaltenden Trend zur Digitalisierung profitieren. Dabei ist das Unternehmen mit seiner hohen Technologiekompetenz gut positioniert, um den technologischen Wandel rund um das Thema „Künstliche Intelligenz“ mitzugestalten.

Für die beiden Geschäftsjahre 2026 und 2027 erwarten wir ein Umsatzwachstum von jeweils 5,0 %. Die von uns erwartete überproportionale Ergebnisentwicklung sollte mit einem Anstieg der EBIT-Marge im Jahr 2026 auf 7,1 % (bisher: 8,1 %) bzw. im Jahr 2027 auf 8,2 % (bisher: 8,8 %) einhergehen. Die gegenüber unseren bisherigen Schätzungen vorgenommene Margenreduktion ist der niedrigeren Umsatzbasis geschuldet, da wir unsere Wachstumsprognosen, ausgehend vom niedrigeren Umsatz im Jahr 2025, unverändert lassen. Wir gehen davon aus, dass die SYZYGY AG den niedrigeren Umsatz nicht vollumfänglich über Kostensenkungen erreichen wird.



Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY GROUP wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 14,7 % (bisher: 15,0 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY GROUP 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.

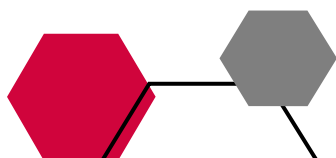
Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basis-punkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 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 1,17 (bisher: 1,17). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,92 % (bisher: 8,92 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,37 % (bisher: 8,37 %).

Bewertungsergebnis

Die Anpassung der konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2025 bis 2027 bildet eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Zwar steht dem ein kurszielerhöhender Roll-Over-Effekt gegenüber, insgesamt reduziert sich der im Rahmen des Bewertungsmodells ermittelte faire Unternehmenswert jedoch auf 4,75 € (bisher: 5,30 €). Wir vergeben weiterhin das Rating „KAUFEN“.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	59,71	62,69	65,83	69,12	72,58	76,21	80,02	84,02	
Umsatzwachstum	-14,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA	6,21	8,77	9,69	10,17	10,68	11,21	11,77	12,36	
EBITDA-Marge	10,4%	14,0%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	
EBITA	1,81	4,42	5,39	5,87	6,31	6,75	7,22	7,72	
EBITA-Marge	3,0%	7,0%	8,2%	8,5%	8,7%	8,9%	9,0%	9,2%	10,5%
NOPLAT	1,26	3,09	3,77	4,11	4,42	4,73	5,06	5,41	
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Anlagevermögen (OAV)	18,26	18,57	18,97	19,27	19,67	20,07	20,47	20,77	
Investiertes Kapital	16,26	17,07	18,97	19,27	19,67	20,07	20,47	20,77	
Kapitalrendite	8,1%	19,0%	22,1%	21,7%	22,9%	24,0%	25,2%	26,4%	30,3%
EBITDA	6,21	8,77	9,69	10,17	10,68	11,21	11,77	12,36	
Steuern auf EBITA	-0,54	-1,33	-1,62	-1,76	-1,89	-2,03	-2,17	-2,32	
Veränderung OAV	-4,83	-4,66	-4,70	-4,60	-4,77	-4,86	-4,95	-4,94	
Veränderung WC	-0,33	-0,50	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,51	2,28	1,87	3,81	4,02	4,33	4,66	5,11	92,38

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,17
Eigenkapitalkosten	8,92%
Zielgewichtung	90,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	10,00%
Taxshield	24,99%
WACC	8,37%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	70,92	74,57
Barwert expliziter FCFs	18,28	17,53
Barwert Continuing Value	52,63	57,04
Nettoschulden	10,41	10,07
Wert des Eigenkapitals	60,51	64,50
Fremde Gewinnanteile	-0,38	-0,41
Wert des Aktienkapitals	60,13	64,09
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,45	4,75

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Kapitalrendite	28,8%	5,54	4,99	4,52	4,13	3,80
	29,6%	5,68	5,11	4,64	4,23	3,89
	30,3%	5,82	5,24	4,75	4,33	3,98
	31,1%	5,96	5,36	4,86	4,43	4,07
	31,8%	6,10	5,49	4,97	4,53	4,16

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

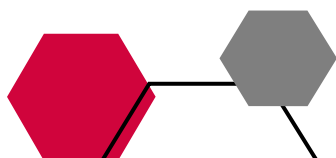
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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.

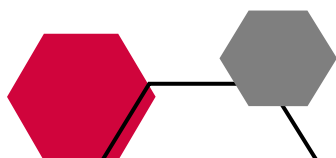
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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: (1,5a,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., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENTANALYSEN -

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