

SYZYGY Gruppe^{*1,5a,7,11}

Rückläufige Tendenz setzt sich in Q3 fort; Fokus auf Kosten- und damit Ergebnisverbesserung; Wachstum ab 2027 erwartet

Branche: Kommunikation und Technologie

Mitarbeiter: 519 (30.09.2025)

Fokus: Digitales Marketing

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Frank Wolfram (CEO), Erwin

Gründung: 1995

Greiner (CFO), Frank Ladner (CTO)

Die SYZYGY Gruppe ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für Digital Experiences. Im Jahr 1995 gegründet ist die SYZYGY 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 SYZYGY AG im Prime Standard börsennotiert. Neben der Kernmarke SYZYGY gehören der Enterprise Technologie-Spezialist SYZYGY Techsolutions, der Performance Marketing- und Media-Spezialist SYZYGY Performance, das Design Studio Ars Thanea und die Strategieberatung different zur Gruppe. Die rund 500 Spezialisten der SYZYGY 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	57,63	58,20	61,69
EBIT-vor Goodwill-Afa	5,67	0,01	1,76	3,89
EBIT-nach Goodwill-Afa	-10,98	0,01	1,76	3,89
Jahresüberschuss	-13,31	-0,34	0,89	2,32
Gewinn je Aktie	-0,99	-0,03	0,07	0,17
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,15
EV/Umsatz	0,50	0,60	0,59	0,56
EV/EBIT – vor Goodwill-Afa	6,10	6048,85	19,61	8,89
KGV	-1,43	-55,17	21,50	8,21
KBV	0,69			

Investment Case

- Rückläufige Geschäftsentwicklung: Nach neun Monaten 2025 Umsätze -16,7 % auf 43,78 Mio. €; anhaltende Investitionszurückhaltung bei Bestandskunden, v. a. in Beratung und Performance-Marketing.
- Deutschland als Belastungsfaktor: Inländische Umsätze -17,9 % auf 35,36 Mio. €; Auswirkungen aus Projektverschiebungen, Restrukturierung der different GmbH und Wegfall des Lufthansa-Etats (-3,5 Mio. €).
- Gemischtes Auslandsgeschäft: Polen (Ars Thanea) mit -18,6 % Umsatrückgang, jedoch Erholungstendenz im Q3; UK/US +6,3 % auf 4,05 Mio. €, aber gebremste Dynamik im Q3.
- Ergebnis unter Druck: EBIT nahezu bei Break-even (0,01 Mio. €; VJ: 4,32 Mio. €); Restrukturierungskosten (0,8 Mio. €) und Investitionen in KI-gestützte Services belasten kurzfristig.
- Reduzierte Prognose: Umsatrückgang 2025 ca. -17 % erwartet (bisher -14 %), EBIT-Marge rund 0 %; Fokus auf Kostenoptimierung und Stabilisierung der Profitabilität.
- Langfristige Perspektive: Ab 2026 moderate Erholung mit Umsatz ≈ 58 Mio. € und EBIT 1,76 Mio. € erwartet; Kursziel auf 4,15 € gesenkt (zuvor 4,75 €); Rating „Kaufen“ beibehalten.

Rating: KAUFEN

Kursziel: 4,15 EUR (alt: 4,75 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs 06.11.25

1,41 EUR

Börsenplatz

XETRA

ISIN

DE0005104806

WKN

SYZ

Aktienzahl (in Mio.)

13,50

MCap (in Mio. EUR)

19,04

Enterprise Value (in Mio. EUR)

34,59

Transparenzlevel

Prime Standard

Marktsegment

Regulierter Markt

GJ-Ende

31.12.

Rechnungslegung

IFRS

Aktionärsstruktur

WPP

50,3%

Free Float

49,7%

Finanztermine

24.-26.11.25

Eigenkapitalforum Frankfurt

Analysten

Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.08.25: RS / 4,75 / KAUFEN

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

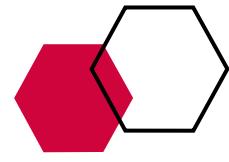
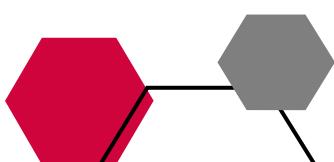
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 07.11.2025 (10:44 Uhr)

Erste Weitergabe: 07.11.2025 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 8



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9M 2025

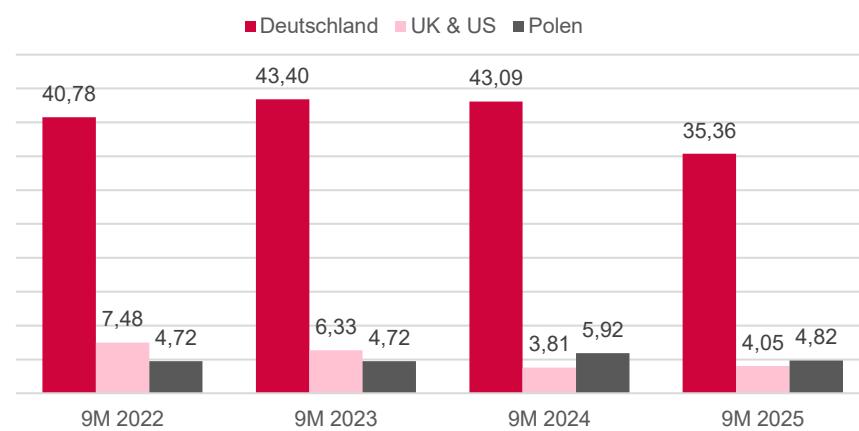
GuV (in Mio. €)	9M 2023	9M 2024	9M 2025
Umsatzerlöse	54,39	52,57	43,78
davon Deutschland	43,40	43,09	35,36
davon UK & USA	6,33	3,81	4,05
davon Polen	4,72	5,92	4,82
EBIT	-0,75	4,32	0,01
Periodenergebnis nach Minderheiten	-2,71	2,58	-0,22

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9M 2025

Auch das dritte Quartal 2025 war bei der SYZYGY AG von einer Investitionszurückhaltung mehrerer Bestandskunden, insbesondere in den Bereichen Beratung und Performance-Marketing, geprägt. Mit einem Umsatzrückgang in Höhe von 18,5 % knüpfte das Unternehmen damit an die rückläufige Entwicklung der vorhergehenden Quartale an. In den ersten neun Monaten liegen die Umsätze der SYZYGY AG mit 43,78 Mio. € (VJ: 52,57 Mio. €) um 16,7 % hinter dem Vorjahr zurück.

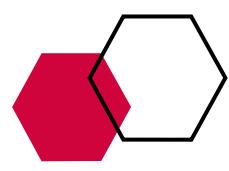
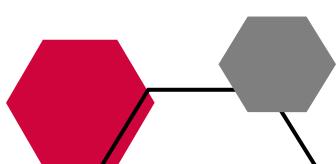
Umsatzerlöse nach Berichtssegmenten getrennt (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Umsätze der deutschen Gesellschaften litten unverändert unter dem aktuell herausfordernden Marktumfeld und reduzierten sich um 17,9 % auf 35,36 Mio. € (VJ: 43,09 Mio. €). Ein Beispiel für die aktuelle Lage ist die Verschiebung von Beratungsprojekten, die von Kunden in einer schwierigen Marktlage zumeist als erste Projekte auf den Prüfstand gestellt oder verschoben werden. Dementsprechend hatte die SYZYGY AG in den vergangenen Berichtsperioden Restrukturierungsmaßnahmen bei der deutschen Beratungsgesellschaft different GmbH vorgenommen. Laut Unternehmensangaben verlief die Entwicklung der Kernbereiche Digital Experience und IT-Services demgegenüber planmäßig. Sie hinken jedoch weiterhin dem Wegfall des Lufthansa-Etats hinterher, der im Vorjahr Umsätze in Höhe von rund 3,5 Mio. € beigesteuert hatte.

Die ausländischen Gesellschaften zeigen ein heterogenes Bild. So litt die polnische Tochtergesellschaft Ars Thanea, die einen Teil ihrer Umsätze mit CGI-Dienstleistungen in den USA erwirtschaftet, unter den geopolitischen Unsicherheiten. Im polnischen Segment wurde daher ein starker Umsatzrückgang in Höhe von 18,6

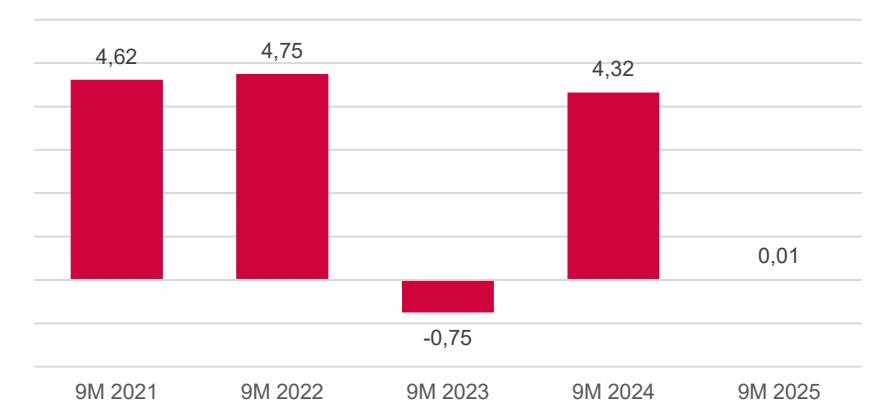


% verzeichnet. Im dritten Quartal konnte jedoch eine leichte Trendumkehr erreicht werden, insbesondere nach dem schwachen zweiten Quartal. Das Segment UK & US profitierte vom starken Jahresbeginn und verzeichnete insgesamt einen Umsatzanstieg um 6,3 % auf 4,05 Mio. € (Vj.: 3,81 Mio. €). Im dritten Quartal ist hier jedoch eine Abbremsung der Wachstumsdynamik erkennbar, die vor allem auf Budgetkürzungen bestehender Kunden zurückzuführen ist.

Ergebnisentwicklung 9M 2025

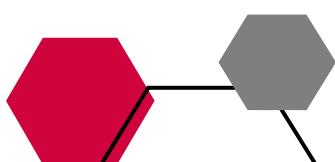
Neben den rückläufigen Umsätzen wirken sich auch die Restrukturierungsmaßnahmen ergebnisbelastend aus. Diese betreffen insbesondere die deutschen Gesellschaften, bei denen innerhalb der letzten zwölf Monate ein Abbau der Belegschaft auf 409 (30.09.24: 448) stattgefunden hat. Laut Unternehmensangaben verursachten die Restrukturierungsmaßnahmen Kosten in Höhe von 0,8 Mio. €, die positiven Effekte werden jedoch erst zeitverzögert sichtbar. Vor diesem Hintergrund lag das EBIT bei 0,01 Mio. € (VJ: 4,32 Mio. €) nur noch knapp über dem Break-Even. Zusätzliche Ergebnisbelastungen ergaben sich aus den Investitionen zum gezielten Aufbau KI-gestützter Services und Agentic Systems. Darüber hinaus hat die SYZYGY AG ihre Vertriebsbemühungen zur Gewinnung von Neukunden intensiviert, was trotz rückläufiger Umsätze zu einem Anstieg der Vertriebs- und Marketingkosten geführt hat.

EBIT (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Unterm Strich weist die Gesellschaft ein negatives Periodenergebnis in Höhe von -0,22 Mio. € (VJ: 2,56 Mio. €) aus. Zwischen EBIT und Vorsteuerergebnis präsentiert die Gesellschaft mit einem Finanzergebnis in Höhe von -0,15 Mio. € (VJ: -0,23 Mio. €) ein mittlerweile gewohntes Bild. Hier sind insbesondere Effekte aus der Anwendung von IFRS 16 (Leasingverbindlichkeiten) enthalten, während die Zinszahlungen im Zusammenhang mit aufgenommenen Bankkrediten den geringeren Anteil ausmachen dürften.



Prognose und Modellannahmen

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	59,71	57,63	62,69	58,20	65,83	61,69
davon Deutschland	56,45	47,17	45,90	49,29	45,85	51,48	48,66
davon UK & USA	5,06	5,56	5,16	5,73	5,26	5,90	5,37
davon Polen	8,21	6,98	6,57	7,68	7,09	8,44	7,66
EBIT (vor Goodwill-Afa)	5,67	1,81	0,01	4,42	1,76	5,39	3,89
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	8,2%	3,0%	0,0%	7,1%	3,0%	8,2%	6,3%
Jahresüberschuss	-13,31	0,92	-0,35	2,75	2,64	3,37	3,23

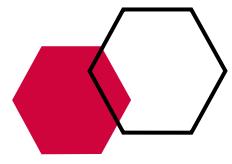
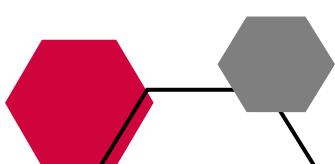
Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der Zahlen für die ersten neun Monate hat das Management der SYZYGY AG die vorherigen Prognosen erneut nach unten angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2025 rechnet das Unternehmen nun mit einem Umsatzrückgang von rund 17 % (bisher: 14 %) und erwartet dabei eine EBIT-Marge von rund 0 % (bisher: 3 %). Damit wird für das Schlussquartal eine weiterhin rückläufige Umsatzentwicklung unterstellt, die jedoch von einer Stabilisierung des operativen Ergebnisses begleitet wird. Dieses war im dritten Quartal in den negativen Bereich gefallen.

Auf Gesamtjahresbasis 2025 dürften die deutschen Gesellschaften maßgeblich für die rückläufige Umsatzentwicklung des Konzerns verantwortlich sein. Neben dem Wegfall des Lufthansa-Etats macht sich die anhaltende Investitionszurückhaltung im Beratungssegment sowie im Performance-Marketing bemerkbar. Zwar läuft das Kerngeschäft in Deutschland nach Plan, doch das Neukundengeschäft bleibt trotz laufender Anfragen weiterhin verhalten. Beim aktuellen Umsatzniveau, welches von der Gesellschaft als bodenbildend betrachtet wird, liegt zunächst der Fokus auf der Optimierung der Kosten. Dies ist im Rahmen der laufenden Restrukturierung im Beratungsbereich sowie in geringerem Umfang im Performance Marketing bereits geschehen. Für das kommende Geschäftsjahr gehen wir von einer seitwärtsgerichteten Entwicklung aus. Ab dem Geschäftsjahr 2026 sollte sich die Investitionszurückhaltung der deutschen Kunden auflösen, wobei wir ein Wachstum in Höhe von rund 6 % unterstellen.

Die im Ausland tätigen Gesellschaften sollten sich etwas robuster zeigen, wobei gleich hier ein deutlich niedrigeres Umsatzvolumen vorliegt und der Einfluss auf die Syzygy-Gruppe somit nur unterproportional ist. Die polnische Ars Thanea weist unseres Erachtens die stabilste Aufwärtstendenz auf. Dies hat bereits im dritten Quartal zu einer sichtbaren Umsatzsteigerung geführt. Das Segment UK sieht sich einem herausfordernden wirtschaftlichen Umfeld ausgesetzt und dürfte unseren Schätzungen zufolge in der Periode 2025–2027 nur ein leichtes Umsatzwachstum vorweisen.

Insgesamt prognostizieren wir für das laufende Geschäftsjahr 2025 Umsatzerlöse in Höhe von 57,63 Mio. € (bisher: 59,71 Mio. €) und für das kommende Geschäftsjahr 2026 einen leichten Anstieg auf 58,20 Mio. € (bisher: 62,69 Mio. €). Ab dem Geschäftsjahr 2027 sollte ein sichtbares Umsatzwachstum einsetzen. Hier rechnen wir mit Umsätzen in Höhe von 61,69 Mio. € (bisher: 65,83 Mio. €). Nachdem die Gesellschaft im Jahr 2025 voraussichtlich im Break-Even-Bereich liegen wird, sollte sie im kommenden Geschäftsjahr von den eingeleiteten Kosteneinsparmaßnahmen profitieren und eine EBIT-Verbesserung auf 1,76 Mio. € (bisher: 4,42 Mio. €) erreichen. Weitere Rentabilitätsverbesserungen sollten erst wieder im Rahmen von Skaleneffekten erreicht werden.



Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG 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: 14,7 %) 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 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.

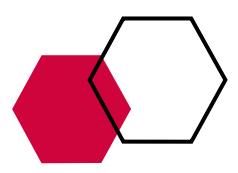
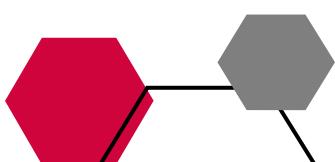
Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zero bond-Zinssätze nach 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 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 Prämien 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. Dies führt zu einer Reduktion des ermittelten Kursziels auf 4,15 € (bisher: 4,75 €). Wir vergeben dabei weiterhin das Rating KAUFEN.



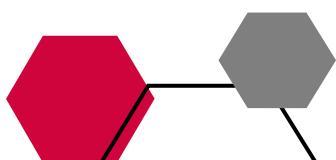
DCF Modell

Phase	estimate		consistency				final	
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e
Umsatz	57,63	58,20	61,69	64,78	68,02	71,42	74,99	78,74
Umsatzwachstum	-17,0%	1,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0% 2,0%
EBITDA	4,41	5,96	8,04	9,52	10,00	10,50	11,02	11,57
EBITDA-Marge	7,6%	10,2%	13,0%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
EBITA	0,01	1,76	3,89	5,37	5,78	6,20	6,63	7,10
EBITA-Marge	0,0%	3,0%	6,3%	8,3%	8,5%	8,7%	8,8%	9,0% 10,4%
NOPLAT	0,00	1,23	2,72	3,76	4,05	4,34	4,64	4,97
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Anlagevermögen (OAV)	18,26	18,72	19,12	19,42	19,82	20,22	20,62	20,92
Investiertes Kapital	16,26	17,22	19,12	19,42	19,82	20,22	20,62	20,92
Kapitalrendite	0,0%	7,6%	15,8%	19,7%	20,8%	21,9%	23,0%	24,1% 27,9%
EBITDA	4,41	5,96	8,04	9,52	10,00	10,50	11,02	11,57
Steuern auf EBITA	0,00	-0,53	-1,17	-1,61	-1,74	-1,86	-1,99	-2,13
Veränderung OAV	-4,83	-4,66	-4,55	-4,45	-4,62	-4,70	-4,79	-4,78
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	-0,75	0,27	0,82	3,46	3,65	3,94	4,24	4,67 85,24

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	Barwert expliziter FCFs	48,56	52,63
Nettoschulden	11,67	11,31		
Wert des Eigenkapitals	51,13	56,46		
Fremde Gewinnanteile	-0,38	-0,42		
Wert des Aktienkapitals	50,74	56,04		
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50		
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,76	4,15		

	Sensitivitätsanalyse				
	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Kapitalrendite	26,4%	4,86	4,35	3,93	3,57
	27,2%	5,00	4,48	4,04	3,67
	27,9%	5,14	4,60	4,15	3,77
	28,7%	5,28	4,73	4,26	3,87
	29,4%	5,42	4,85	4,38	3,97



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 Angebotsbeschreibungen 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

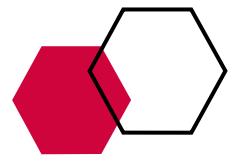
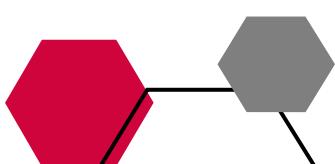
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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.

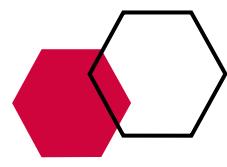
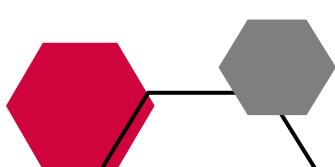
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 Finanzinstrumenten getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstrumenten 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

