

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

Trotz Umsatzrückgang: Rückkehr zu Profitabilität erwartet

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

Mitarbeiter: 519 (30.09.2025)
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 rund 500 Spezialisten der SYZGY Gruppe betreuen Marken wie Audi, BMW, Die Bundesregierung, Condor, Commerzbank, Deutsche Bank, Hilti, HUK-Coburg, Lufthansa, Mazda, Miles & More, o2 Telefónica, PayPal, Porsche, Sennheiser, Volkswagen und Wempe.

in Mio. €	GJ 24	GJ 25*	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	69,43	56,84	50,02	53,02
EBIT-vor Goodwill-Afa	5,67	-1,18	1,50	2,67
EBIT-nach Goodwill-Afa	-10,98	-5,87	1,50	2,67
Jahresüberschuss	-13,31	-5,70	0,70	1,47
Gewinn je Aktie	-0,99	-0,42	0,05	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,15
EV/Umsatz	0,52	0,64	0,72	0,68
EV/EBIT – vor Goodwill-Afa	6,39	-30,69	24,07	13,54
KGv	-1,55	-3,62	29,35	14,08
KBV	0,75			

* gemäß vorläufige Zahlen

Investment Case

- **Etablierte Digital-Agentur mit breiter Kundenbasis:** Führender Anbieter für Digital Experiences mit internationaler Präsenz und namhaften Großkunden.
- **Vorläufige Zahlen 2025:** Umsatzrückgang in Höhe von -18,1 % auf 56,84 Mio. € (VJ: 69,43 Mio. €), EBIT vor Goodwill-Afa fällt auf -1,18 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €). Restrukturierungsaufwendungen belasten operatives Ergebnis.
- **Weitere Ergebnisbelastung durch Goodwill-Afa:** Anhaltend schwieriges Marktumfeld in Deutschland und UK führen zu Goodwill-Afa iHv. 4,70 Mio. €. Das EBIT liegt mit -5,87 Mio. € (VJ: -10,98 Mio. €) damit erneut deutlich im negativen Bereich.
- **Rückkehr zur Profitabilität ab 2026 erwartet:** Gemäß Guidance soll in 2026 ein Umsatz in Höhe von 50 Mio. € und eine EBIT-Marge von 3% bis 4% erreicht werden. Während das anhaltend schwierige Marktumfeld zu niedrigeren Umsätzen führen dürfte, ist nach erfolgter Restrukturierung mit einer verbesserten Rentabilität zu rechnen.
- **GBC-Prognosen angepasst:** Prognosen für 2026 gemäß Guidance reduziert, aufgrund der niedrigeren Basis auch die Schätzungen für 2027 nach unten angepasst.
- **Kursziel: 2,70 €; Rating: KAUFEN**

Rating: KAUFEN
Kursziel: 2,70 EUR (alt: 4,15 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs 04.02.26	1,53 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005104806
WKN	SYZ
Aktienzahl (in Mio.)	13,50
MCap (in Mio. EUR)	20,66
Enterprise Value (in Mio. EUR)	36,21

Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

WPP	50,3%
Free Float	49,7%

Finanztermine

31.03.26	Geschäftsbericht 2025
30.04.26	Q1-Zahlen 2026
03.07.26	Hauptversammlung
30.07.26	Halbjahresbericht 2026
29.10.26	Q3-Zahlen 2026

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
07.11.25: RS / 4,15 / KAUFEN
06.08.25: RS / 4,75 / KAUFEN
07.05.25: RS / 5,30 / KAUFEN
17.04.25: RS / 5,30 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 06.02.2026 (11:02 Uhr)
Erste Weitergabe: 06.02.2026 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 7

VORLÄUFIGE ZAHLEN 2025

GuV in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025*	GJ 2026e (alt)	GJ 2026e (neu)	GJ 2027e (alt)	GJ 2027e (neu)
Umsatz	69,43	56,84	58,20	50,02	61,69	53,02
EBIT – vor Goodwill-Afa	5,67	-1,18	1,76	1,50	3,89	2,67
EBIT – nach Goodwill-Afa	-10,98	-5,87	1,76	1,50	3,89	2,67
Jahresüberschuss	-13,16	-5,70	0,89	0,70	2,32	1,47

Quelle: SYZGY GROUP; GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

Restrukturierungen und Goodwill-Afa belasten Ergebnis

Nach vorläufigen Zahlen 2025 verzeichnete die SYZGY AG einen Rückgang der Umsatzerlöse auf 56,84 Mio. € (VJ: 69,43 Mio. €). Mit der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2025 hatte das Management bereits einen Umsatzrückgang in Höhe von -17 % prognostiziert, sodass der nun eingetretene Rückgang von -18,1 % etwas stärker als erwartet ausgefallen ist. In unserer zuletzt publizierten Researchstudie (siehe Studie vom 07.11.2025) hatten wir für 2025 ebenfalls leicht höhere Umsatzerlöse in Höhe von 57,63 Mio. € prognostiziert.

Im Kernmarkt Deutschland liegt ein Umsatzrückgang in Höhe von 18,3 % auf 46,1 Mio. € (VJ: 56,5 Mio. €) vor. Dies ist insbesondere der anhaltenden Investitionszurückhaltung im Beratungssegment sowie im Performance-Marketing geschuldet. Darüber hinaus waren im Geschäftsjahr 2024 noch Umsätze mit dem damaligen Großkunden Lufthansa enthalten. Parallel dazu kam es bei der polnischen Gesellschaft Ars Thanea im vierten Quartal 2025 bei einzelnen Projekten zu Verschiebungen, was sich im Umsatzrückgang in Höhe von -22,0 % auf 6,4 Mio. € (VJ: 8,2 Mio. €) widerspiegelt. Lediglich das UK&US-Geschäft zeigte sich auf Gesamtjahresbasis mit einer leichten Umsatzsteigerung von 0,8 % auf 5,1 Mio. € stabil und profitierte dabei vom starken Jahresbeginn.

Das vorläufige EBIT in Höhe von -1,18 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €) liegt unter unseren Erwartungen. In der Guidance anlässlich der 9-Monatszahlen 2025 wurde eine EBIT-Marge von 0 % in Aussicht gestellt. Die operative Ergebnisentwicklung war dabei von zusätzlichen Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund 0,5 Mio. € im vierten Quartal belastet. Auf Gesamtjahresbasis dürften sich diese damit auf rund 1,3 Mio. € summieren. Darüber hinaus führten die leichte Umsatzverfehlung sowie die jeweils negativen Ergebnisse der ausländischen Konzerngesellschaften im vierten Quartal 2025 zu dem negativen EBIT.

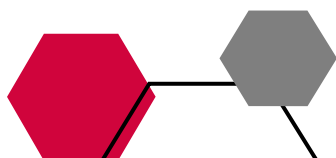
Ebenfalls nicht erwartet hatten wir die erneute Abschreibung von Firmenwerten, die nach den hohen Abschreibungen der vergangenen drei Geschäftsjahre (2022: 11,41 Mio. €; 2023: 4,74 Mio. €; 2024: 16,64 Mio. €) auch im Jahr 2025 mit 4,70 Mio. € das Ergebnis signifikant belastet haben. Das aktuell schwierige Marktumfeld in Deutschland und Großbritannien haben zu einer Anpassung der Businesspläne und folglich zur Goodwill-Anpassung geführt. Nach Berücksichtigung der nicht liquiditätswirksamen Firmenwertabschreibungen liegt das EBIT mit -5,87 Mio. € (VJ: -10,98 Mio. €) erneut deutlich im negativen Bereich. Damit weist die Gesellschaft ein negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -5,70 Mio. € (VJ: -13,16 Mio. €) aus. Positiv hervorzuheben ist der zum Jahresende typischerweise hohe operative Cashflow in Höhe von 5,2 Mio. € (VJ: 9,6 Mio. €), der allerdings unter dem Vorjahreswert lag.

Guidance 2026 für veröffentlicht, Prognosen und Kursziel angepasst

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat das Management der SYZYGY AG erstmals eine Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2026 vorgelegt. Bei erwarteten Umsätzen in Höhe von rund 50 Mio. € wird eine weitere rückläufige Entwicklung der Umsatzerlöse erwartet. Das EBIT soll zwischen 3 % und 4 % liegen. Damit sollten die ergriffenen Kostensparmaßnahmen sowie der Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung beitragen. Unserer Ansicht nach enthält diese Prognose niedrigere Budgetabrufe bei bestehenden Kunden, die nicht durch entsprechende Neuaufträge kompensiert werden können. Angesichts der aktuell herausfordernden Konjunkturlage, die branchenübergreifend zu einem deutlichen Rückgang der Neuausschreibungen führt, dürfte dies ein realistisches Szenario sein.

Entsprechend passen wir unsere Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr an: Wir rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 50,00 Mio. € (bisherige Schätzung: 58,20 Mio. €) und bei einer EBIT-Marge von 3,0 % mit einem EBIT von 1,50 Mio. € (bisherige Schätzung: 1,76 Mio. €). Auf dieser niedrigeren Basis aufbauend passen wir auch unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2027 nach unten an. Wir erwarten nun Umsatzerlöse in Höhe von 53,02 Mio. € (bisherige Schätzung: 61,69 Mio. €) und ein EBIT in Höhe von 2,67 Mio. € (bisherige Schätzung: 3,89 Mio. €).

Die starke Anpassung der Prognose bietet eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells, im Rahmen dessen wir ein neues Kursziel von 2,70 € (bisher: 4,15 €) ermittelt haben. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SYZGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Da für das abgelaufene Geschäftsjahr lediglich vorläufige Zahlen vorliegen, ist dieser Zeitraum noch als Prognosezeitraum klassifiziert. In der zweiten Phase erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,0 % (bisher: 16,8 %) 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 SYZGY Gruppe 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.

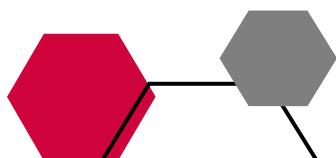
Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen zwölf Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes ist 3,00 % (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 9,42 % (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 8,82 % (bisher: 8,37 %).

Bewertungsergebnis

Durch die Reduzierung unserer Schätzungen für die Geschäftsjahre 2025, 2026 und 2027 ergibt sich eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells. Zudem hat die leichte Anhebung des Diskontierungssatzes als Folge des höheren risikolosen Zinssatzes einen kurszielmindernden Effekt. Insgesamt ergibt sich daraus eine Minderung des Kursziels auf 2,70 € (bisher: 4,15 €).



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	56,84	50,02	53,02	55,67	58,45	61,38	64,44	67,67	
Umsatzwachstum	-18,1%	-12,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA	-1,47	5,70	6,82	8,18	8,59	9,02	9,47	9,95	
EBITDA-Marge	-2,6%	11,4%	12,9%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	
EBITA	-5,87	1,50	2,67	4,03	4,38	4,72	5,08	5,47	
EBITA-Marge	-10,3%	3,0%	5,0%	7,2%	7,5%	7,7%	7,9%	8,1%	11,0%
NOPLAT	-5,30	1,05	1,87	2,82	3,06	3,30	3,56	3,83	
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	-34,2%	6,5%	10,9%	14,8%	15,8%	16,7%	17,6%	18,6%	25,4%
EBITDA	-1,47	5,70	6,82	8,18	8,59	9,02	9,47	9,95	
Steuern auf EBITA	0,57	-0,45	-0,80	-1,21	-1,31	-1,42	-1,53	-1,64	
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	-6,05	0,09	-0,03	2,52	2,66	2,90	3,16	3,53	71,81

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	3,00%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,17
Eigenkapitalkosten	9,42%
Zielgewichtung	90,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	10,00%
Taxshield	24,99%
WACC	8,82%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	49,42	53,69
Barwert expliziter FCFs	9,68	10,44
Barwert Continuing Value	39,74	43,25
Nettoschulden	16,95	16,77
Wert des Eigenkapitals	32,47	36,91
Fremde Gewinnanteile	-0,39	-0,45
Wert des Aktienkapitals	32,08	36,47
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,38	2,70

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
Kapitalrendite	23,9%	3,21	2,82	2,50	2,22	1,97
	24,7%	3,34	2,94	2,60	2,31	2,06
	25,4%	3,47	3,05	2,70	2,40	2,14
	26,2%	3,59	3,17	2,80	2,49	2,23
	26,9%	3,72	3,28	2,91	2,59	2,31

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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden (retail clients) im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority (FCA) und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

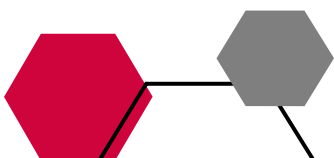
Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze 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.

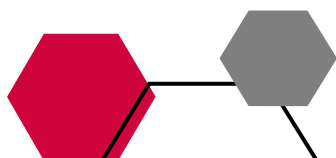
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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

