

GBC Research (Anno)

SYZYGY AG

S / Z / Y / G / Y / A / G

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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“

SYZYGY Gruppe *1,5a,7,11

Verbesserung der Rentabilität nach erfolgten Restrukturierungsmaßnahmen erwartet

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

Mitarbeiter: 506 (31.12.2025)
Firmensitz: Bad Homburg
Gründung: 1995

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, Beiersdorf, Biedronka, BMW, Commerzbank, Condor, Continental, Deutsche Bank, ENBW, Energie AG, Euronet, Hilti, Mazda, O2, PayPal, Paysafe, Porsche, Sana Kliniken, Samsung, Sennheiser und Volkswagen.

in Mio. €	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatz	56,84	50,02	53,02	55,68
EBIT - vor Goodwill	-1,17	1,50	2,64	4,03
EBIT – nach Goodwill	-8,88	1,50	2,64	4,03
Jahresüberschuss	-9,31	0,84	1,65	2,63
Gewinn je Aktie	-0,69	0,06	0,12	0,19
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,10	0,15
EV/Umsatz	0,45	0,52	0,49	0,46
EV/EBIT-vor Goodwill	-22,10	17,24	9,79	6,42
KGV	-1,90	21,04	10,75	6,73
KBV	1,00			

Investment Case

- Die SYZYGY AG verzeichnete im Jahr 2025 einen deutlichen Umsatzrückgang (-18,1 %) auf 56,84 Mio. €, getrieben durch schwache Nachfrage im Kernmarkt Deutschland, Budgetkürzungen sowie den Wegfall von Großkunden; parallel fiel das EBIT vor Goodwill auf -1,17 Mio. €.
- Neben operativen Rückgängen belasteten Restrukturierungsaufwendungen sowie erneute Goodwill-Abschreibungen in Höhe von 7,71 Mio. € das Ergebnis, was zu einem EBIT von -8,88 Mio. € führte (VJ: -10,98 Mio. €).
- Für 2026 wird ein weiterer Umsatzrückgang auf rund 50 Mio. € erwartet, insbesondere durch anhaltende Investitionszurückhaltung, Projektverschiebungen sowie den Wegfall eines größeren Etats im deutschen Markt.
- Trotz rückläufiger Umsätze wird eine Rückkehr in die Profitabilität erwartet (EBIT ca. 1,5 Mio. €), gestützt durch den Wegfall von Restrukturierungskosten und erste Effekte aus Kapazitätsanpassungen.
- Ab 2027 wird bei moderatem Umsatzwachstum eine deutliche Ergebnisverbesserung prognostiziert, mit einer EBIT-Marge von bis zu 7,2 % in 2028, getragen durch eine schlankere Kostenbasis und margenstärkere Geschäftsanteile.
- Kursziel: 2,70 €; Rating: KAUFEN

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

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 09.04.26	1,31 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005104806
WKN	510480
Aktienzahl (in Mio.)	13,50
MCap (in Mio. EUR)	17,69
Enterprise Value (in Mio. EUR)	25,86
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

WPP	50,3%
Free Float	49,7%

Finanztermine

23.04.26	MKK-Münchner Kapitalmarkt Konf.
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)

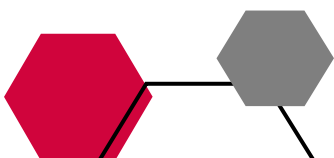
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.02.26: RS / 2,70 / KAUFEN
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: 10.04.2025 (08:24 Uhr)
Erste Weitergabe: 10.04.2025 (11:00 Uhr)

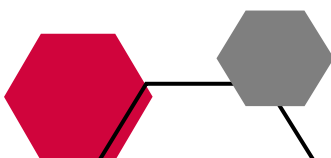
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 19



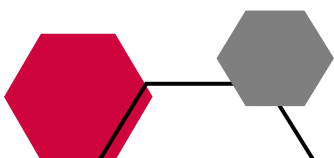
EXECUTIVE SUMMARY

- Wie erwartet, hat die SYZYG AG im Geschäftsjahr 2025 einen Rückgang der Umsatzerlöse auf 56,84 Mio. € (VJ: 69,43 Mio. €) verzeichnet. Der Rückgang in Höhe von -18,1 % fällt dabei deutlich höher aus als in der ursprünglichen Unternehmens-Guidance (Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich) und etwas höher als in der unterjährig angepassten Guidance (-17 %).
- Maßgeblich für den Umsatzrückgang ist die schwache Entwicklung im Kernsegment Deutschland, das mit 46,06 Mio. € (VJ: 56,45 Mio. €) den stärksten absoluten Rückgang verzeichnete. Dieser ist auf geringere Kundenbudgets, kleinere Projekte, Verschiebungen sowie den Wegfall von Großkunden zurückzuführen. Das Segment Polen, vertreten durch Ars Thanea, litt unter einer rückläufigen US-Nachfrage und Projektverschiebungen. Es wies einen Umsatzrückgang auf 6,68 Mio. € (VJ: 8,21 Mio. €) aus. Lediglich das Segment UK & USA zeigte sich mit Umsätzen in Höhe von 5,06 Mio. € stabil. Es wurde durch ein starkes erstes Halbjahr gestützt.
- Analog zur Umsatzentwicklung lag das EBIT vor Goodwill-Abschreibungen mit -1,17 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 5,67 Mio. €. Zusätzlich zu den rückläufigen Umsätzen wurde das operative Ergebnis durch Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund 1,3 Mio. € belastet, deren Einspareffekte erst zeitverzögert greifen. Wie in den vergangenen Geschäftsjahren hat die SYZYG AG aufgrund der schwächeren Geschäftsaussichten der Tochtergesellschaften, denen ein Firmenwert zugeordnet ist, Goodwill-Abschreibungen in Höhe von 7,71 Mio. € (VJ: 16,64 Mio. €) vorgenommen. Diese betrafen die SYZYG Performance, Ars Thanea und Unique Digital UK. Goodwill-Abschreibungen hatten wir vor der Vorlage der vorläufigen Zahlen nicht erwartet, gegenüber diesen sind sie nochmals höher ausgefallen. Nach Goodwill-Abschreibungen weist die SYZYG AG ein EBIT in Höhe von -8,88 Mio. € (VJ: -10,98 Mio. €) und auch ein deutlich negatives Nachsteuerergebnis in Höhe von -9,31 Mio. € (VJ: -13,31 Mio. €) aus.
- Gemäß der Unternehmens-Guidance wird für das laufende Geschäftsjahr 2026 mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 50 Mio. € und einem EBIT von 1,5 bis 2,0 Mio. € gerechnet. Der daraus resultierende erwartete Umsatzrückgang in Höhe von rund 6,8 Mio. € dürfte in erster Linie dem Segment Deutschland zuzuordnen sein. Das Marktumfeld ist weiterhin von einer herausfordernden konjunkturellen Lage geprägt, die mit wenigen Ausschreibungen, Etatkürzungen und Projektverschiebungen einhergeht. Zudem wird der Wegfall eines Etats im mittleren einstelligen Mio.-€-Bereich voraussichtlich nicht aufgefangen werden können. Flankierend dazu dürften die Segmente UK & USA sowie Polen von Neukundengewinnen profitieren und wir rechnen hier mit einem Umsatzanstieg (UK & USA) bzw. mit einer seitwärts gerichteten Umsatzentwicklung (Polen).
- Auf dieser Grundlage rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatz von 50,02 Mio. € und einem EBIT von 1,50 Mio. €. Die Gesellschaft dürfte hierbei vom Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen sowie von den Einsparereffekten profitieren. In den kommenden Geschäftsjahren sollte die SYZYG AG von der niedrigeren Basis ausgehend, leichte Umsatzsteigerungen erwirtschaften und aufgrund der schlankeren Kostenstruktur eine überproportionale operative Ergebnisverbesserung erreichen. Für das Geschäftsjahr 2028 prognostizieren wir eine EBIT-Marge von 7,2 %.
- Im Rahmen des DCF-Modells haben wir unverändert ein Kursziel in Höhe von 2,70 € ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



INHALTSVERZEICHNIS

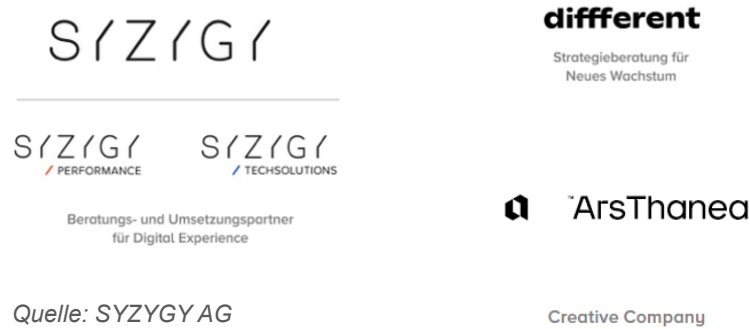
Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Die SYZYGY Gruppe.....	5
Markt und Marktumfeld.....	6
Marktumfeld für Digital Experience Services	6
Geschäftsentwicklung 2025.....	8
Umsatzentwicklung 2025	8
Ergebnisentwicklung 2025	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2025	11
Prognosen und Bewertung.....	12
Umsatzprognose 2026 - 2028.....	12
Ergebnisprognose 2026 – 2028	13
Bewertung.....	15
DCF Modell.....	16
Kennzahlen im Überblick.....	17
Anhang.....	18



UNTERNEHMEN

Die SYZYGY Gruppe

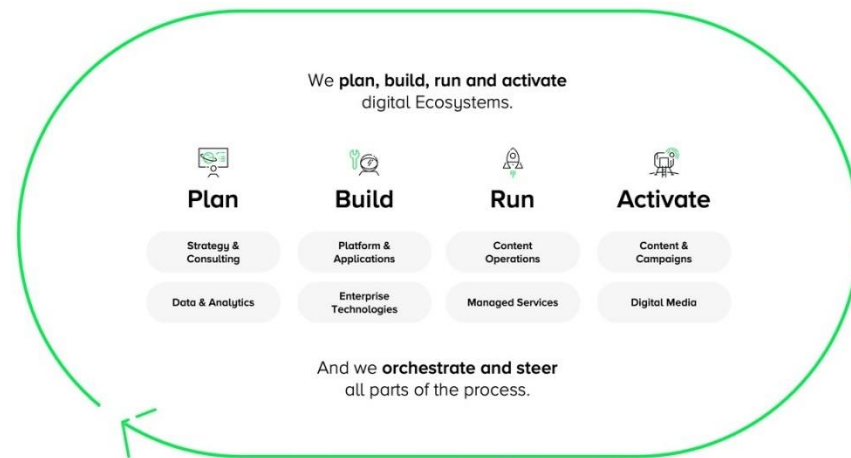
Mit dem Portfolio von End-to-End-Digital-Experience-Services schafft die SYZYGY Gruppe für positive digitale Erlebnisse über sämtliche digitale Kontaktpunkte, Produkte und Dienstleistungen hinweg.



SYZYGY

SYZYGY

Im Bereich „Digital Experience Services“ (DXS) 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

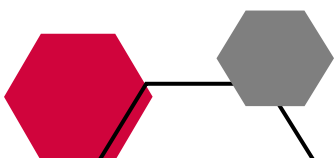
Strategieberatung

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

ArsThanea

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.



MARKT UND MARKTUMFELD

Die SYZGY AG ist ein Anbieter von „Digital Experience Services“ und deckt damit ein breites Produkt- und Dienstleistungsspektrum ab. „Digital Experience“ beschreibt die digitale Interaktion zwischen Kunden und Unternehmen und umfasst somit die Gesamtheit der digitalen Kundenerlebnisse. Diese betreffen alle digitalen Kontaktpunkte wie Webseiten, Apps, Portale, Kundenplattformen, Social Media usw. Daraus lassen sich die vielfältigen Anforderungen an Digital Experience Services ableiten. Für die Umsetzung ist typischerweise eine Kombination aus strategischer Beratung, kreativem Design, technologischer Plattformentwicklung sowie Daten- und Analysekompetenz erforderlich. Digital Experience Services verbinden somit Elemente aus Consulting, Technologie und digitalem Marketing und gehen damit deutlich über die Anforderungen des klassischen Onlinemarketings hinaus.

Marktumfeld für Digital Experience Services

Die Lünendonk-Studie 2025 „Der Markt für IT-Dienstleistungen in Deutschland“ ist unseren Recherchen zur Folge die umfassendste Marktstudie für Digital Experience Services (DXS) in Deutschland. Wie im vorherigen Absatz dargestellt, verbindet DXS vielfältige Leistungsbereiche, die in der Lünendonk-Studie wie folgt zusammengefasst sind:

- Digital Consulting: Strategie, Customer Experience, Transformation
- Digital Agency Services: Content, Kampagnen, Marketing
- Digital Technology Services: Plattformen, Anwendungen und Integration

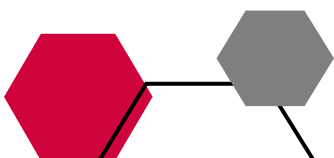
Dabei verschwimmen die Grenzen zwischen klassischen Digitalagenturen, IT-Dienstleistern und Beratungsunternehmen zunehmend, da viele Anbieter ihre Kompetenzen entlang der gesamten digitalen Wertschöpfungskette ausgebaut haben.

Marktentwicklung

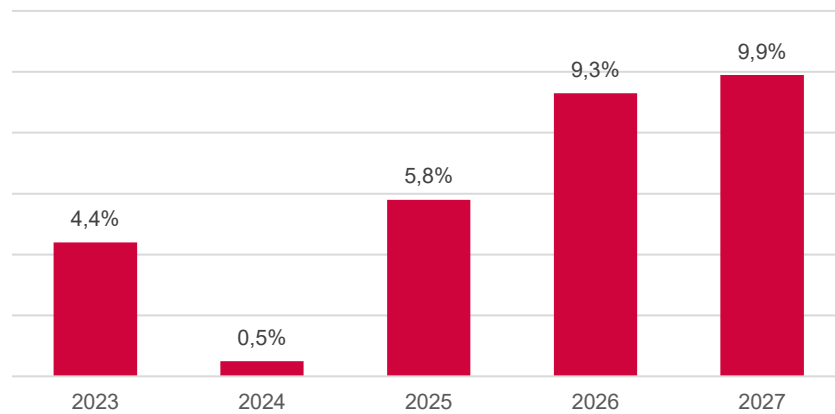
Laut der Lünendonk-Studie lag das Wachstum für DX-Services in Deutschland im Jahr 2024 bei durchschnittlich 0,5 %. Damit kam es zu einer Stagnation und das vorher erwartete Marktwachstum von 5,1 % wurde deutlich verfehlt. Nach mehreren Jahren starken Wachstums hat sich der Markt für Digital Experience Services im Jahr 2024 somit spürbar abgekühlt. Während der Corona-Pandemie wurden noch jährliche Wachstumsraten zwischen 10 % und 25 % erzielt; im Jahr 2023 lag das Wachstum noch bei 4,4 %.

Diese Entwicklung spiegelt die konjunkturelle Zurückhaltung vieler Unternehmen wider. Vor allem Marketing- und Kommunikationsbudgets wurden im Zuge der schwächeren Wirtschaftsentwicklung teilweise gekürzt oder verschoben. Der grundsätzliche Trend, die Digitalisierung voranzutreiben, digitale Geschäftsmodelle zu etablieren und Kundenschnittstellen zu vernetzen, hält jedoch weiterhin an, sodass DXS nach wie vor stark nachgefragt sind. Für die Jahre 2025 bis 2027 erwarten die Marktteilnehmer daher wieder eine Beschleunigung des Wachstums.

Die Lünendonk-Studie erkennt als Befragungsergebnis insbesondere für die Jahre 2026 und 2027 einen Anstieg der Investitionen in DXS. Die Investitionsschwerpunkte liegen demnach bei der Media-Produktion (Planung, Erstellung und Aufbereitung von Medieninhalten), gefolgt von Customer Experience sowie von Investitionen in Managed Services und das Hosting von kundenzentrischen IT-Lösungen.



Umsatzzuwachs Digital Experience Services in Deutschland



Quelle: Lünendonk

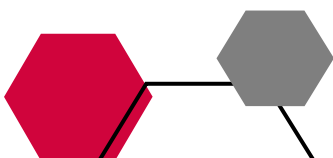
Technologische Trends im DXS-Markt

Der Markt für Digital Experience Services wird zunehmend durch datengetriebene Technologien, modulare Plattformarchitekturen und insbesondere durch den Einsatz künstlicher Intelligenz geprägt. Viele Unternehmen möchten digitale Kundeninteraktionen stärker personalisieren, Prozesse automatisieren und digitale Geschäftsmodelle ausbauen. Dabei gewinnen Technologien zur Integration und Analyse von Kundendaten wie Customer Data Platforms (CDPs) oder Product-Information-Management-(PIM)-Systeme zunehmend an Bedeutung. Sie ermöglichen es Unternehmen, Daten aus verschiedenen Quellen zu bündeln und konsistente sowie personalisierte Kundenerlebnisse über unterschiedliche digitale Kanäle hinweg zu gestalten.

Ein zentraler technologischer Treiber ist derzeit der zunehmende Einsatz von KI. KI-Anwendungen werden verstärkt in Marketing-, Vertriebs- und Serviceprozesse integriert und ermöglichen beispielsweise automatisierte Content-Erstellung, personalisierte Produktempfehlungen oder datenbasierte Kampagnensteuerung. Zudem gewinnen agentenbasierte KI-Systeme an Bedeutung, die zunehmend eigenständig Entscheidungen treffen und Prozesse automatisieren können.

Für Anbieter von Digital Experience Services ergeben sich daraus mehrere Wachstumspotenziale. Einerseits steigt die Nachfrage nach Beratungs- und Implementierungsleistungen für KI-basierte Marketing- und Customer-Experience-Lösungen. Andererseits eröffnen KI-Technologien neue Möglichkeiten für datengetriebene Personalisierung, Customer-Journey-Orchestrierung sowie automatisierte Content-Produktion. Gleichzeitig erhöht die zunehmende technologische Komplexität digitaler Plattformen den Bedarf an spezialisierten Dienstleistern, die Unternehmen bei der Integration von Datenplattformen, KI-Lösungen und digitalen Experience-Plattformen unterstützen.

Insgesamt führt der KI-Trend dazu, dass Digital Experience Services zunehmend an der Schnittstelle von Marketing, Datenanalyse und Technologieentwicklung entstehen. Der Bedarf an integrierten End-to-End-Dienstleistungen nimmt weiter zu.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2025

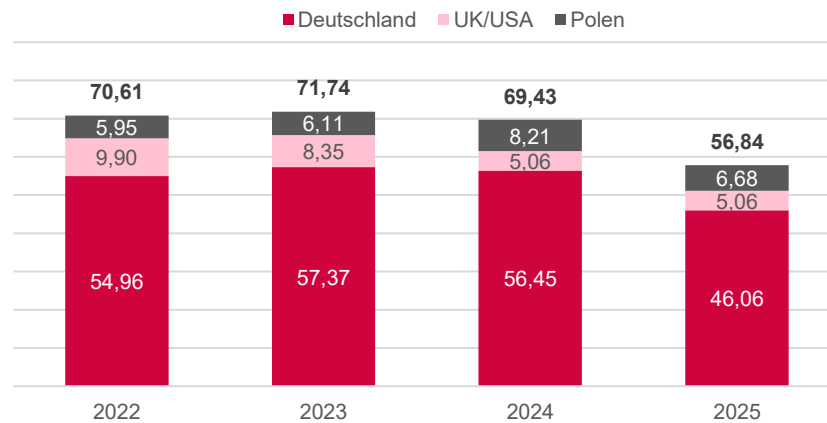
GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025
Umsatzerlöse	70,61	71,74	69,43	56,84
davon Deutschland	54,96	57,37	56,45	46,06
davon UK & USA	9,90	8,35	5,06	5,06
davon Polen	5,95	6,11	8,21	6,68
EBIT (vor Goodwill-Afa)	6,21	4,08	5,67	-1,17
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	8,8%	5,7%	8,2%	-2,1%
EBIT (nach Goodwill-Afa)	-5,20	-0,66	-10,98	-8,88
EBIT-Marge (nach Goodwill-Afa)	-7,4%	-0,9%	-15,8%	-15,6%
Jahresüberschuss*	-7,50	-2,92	-13,31	-9,31

Quelle: SYZYG AG; GBC AG; *nach Minderheiten

Umsatzentwicklung 2025

Bereits mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen Anfang Februar 2026 hatte die SYZYG AG über die rückläufige Geschäftsentwicklung im Jahr 2025 berichtet. Die Umsatzerlöse in Höhe von 56,84 Mio. € (VJ: 69,43 Mio. €) bedeuten im Vorjahresvergleich einen Rückgang in Höhe von -18,1 %. Dies ist deutlich höher als die ursprüngliche Unternehmens-Guidance, die einen Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich prognostiziert hatte. Unterjährig hatte das SYZYG-Management im Rahmen einer Guidance-Anpassung den erwarteten Umsatzrückgang auf 17 % beziffert.

Umsatzerlöse aufgeteilt nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: SYZYG AG; GBC AG

Die negative Umsatzentwicklung ist vor allem auf die weiterhin schwache Entwicklung des Segments Deutschland zurückzuführen. Mit Umsatzerlösen von 46,07 Mio. € (VJ: 56,45 Mio. €) war es zwar das mit Abstand größte Segment, verzeichnete jedoch den deutlichsten absoluten Rückgang. Das Kerngeschäft der deutschen Gesellschaft war sowohl im Bereich Digital Experience als auch im Bereich Performance Marketing und insbesondere im Bereich Beratung und Transformation von einer rückläufigen Entwicklung geprägt. Hier machten sich das restriktive Ausgabeverhalten der Kunden, die geringeren Projektgrößen und die Projektverschiebungen bemerkbar. Zudem waren in den Umsätzen des Geschäftsjahres 2024 noch Erträge mit dem damaligen Großkunden Lufthansa enthalten. Darüber hinaus hatte die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2025 den Etat eines weiteren Großkunden verloren, was sich zum Teil im Umsatzrückgang

niederschlag. Das Technologiegeschäft (Entwicklung und Betrieb von digitalen Plattformen, technologische Dienstleistungen) entwickelte sich hingegen planmäßig, konnte die Schwäche der anderen Produktbereiche aber nicht kompensieren.

Auch die polnische Tochtergesellschaft Ars Thanea verzeichnet mit Umsatzerlösen in Höhe von 6,68 Mio. € (VJ: 8,21 Mio. €) einen spürbaren Rückgang in Höhe von -18,7 %. Ars Thanea erwirtschaftet einen Teil ihrer Umsätze mit CGI-Dienstleistungen in den USA. Aufgrund der politischen Lage kam es zum Ausbleiben der Aufträge aus den USA, was zu dem deutlichen Erlösrückgang führte. Darüber hinaus kam es im vierten Quartal 2025 bei einzelnen Projekten zu Verschiebungen.

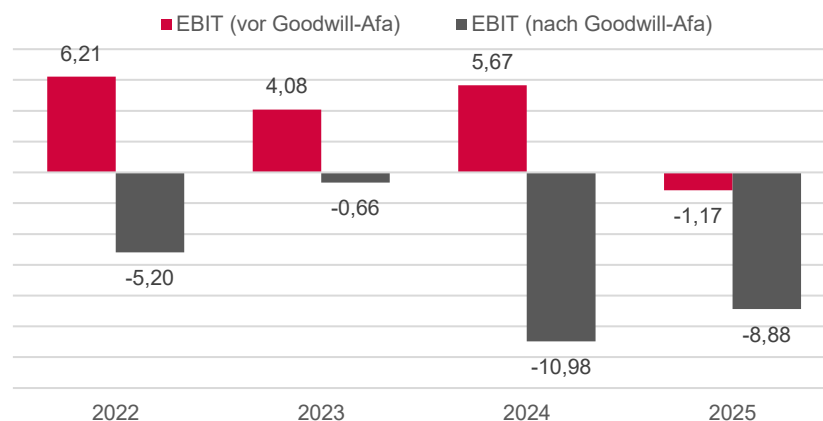
Lediglich das Segment UK & USA konnte sich mit stabilen Umsätzen in Höhe von 5,06 Mio. € (VJ: 5,06 Mio. €) dem unternehmensweiten Trend entziehen. Das besonders starke erste Halbjahr 2025 glich dabei den rückläufigen, durch Budgetkürzungen ausgelösten Umsatztrend des zweiten Halbjahres aus. Dennoch konnten hier neue Kunden mit einem starken Branchenfokus auf den Fintech-Sektor gewonnen werden, wenngleich die Budgetabrufe hier noch unter dem Plan liegen.

Ergebnisentwicklung 2025

Analog zur Umsatzentwicklung lag das EBIT vor Goodwill-Abschreibungen mit -1,17 Mio. € (VJ: 5,67 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Neben dem dargestellten Umsatzrückgang belasteten Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von rund 1,3 Mio. € das Ergebnis. Die zum Bilanzstichtag notwendigen Restrukturierungsmaßnahmen, die zu einem Rückgang der Mitarbeiterzahl auf 506 (VJ: 550) führten, betrafen in erster Linie die Gesellschaften, die von einer rückläufigen Geschäftsentwicklung betroffen waren. Besonders stark war der Rückgang der Mitarbeiterzahl in den Funktionsbereichen Strategieberatung und Projektmanagement. Die daraus resultierenden Kosteneinspareffekte greifen jedoch erst zeitverzögert.

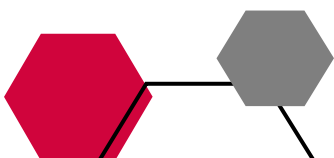
Ein weiterer Aspekt des negativen operativen Ergebnisses ist zudem der negative Ergebnisbeitrag des Segments UK & USA in Höhe von -0,38 Mio. € (VJ: 0,07 Mio. €). Ein Schlüsselkunde hatte im vierten Quartal 2025 seine Kampagnen, für die Personalkapazitäten vorgehalten wurden, reduziert. Das negative Segment-EBIT war dadurch alleine im vierten Quartal entstanden.

EBIT (in Mio. €) vor und nach Goodwill-Abschreibungen



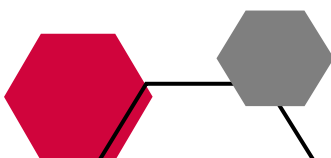
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Wie bereits in den drei vorangegangenen Geschäftsjahren hat die SYZYGY AG als Reaktion auf die schwächeren Geschäftsaussichten ihrer



Tochtergesellschaften, denen ein Firmenwert zugeordnet ist, Firmenwertabschreibungen in Höhe von 7,71 Mio. € (VJ: 16,64 Mio. €) vorgenommen. Nachdem in den Vorjahren der Firmenwert der Beratungsgesellschaft different GmbH nahezu vollständig abgeschrieben wurde, fielen die Goodwill-Abschreibungen im abgelaufenen Geschäftsjahr bei der Tochtergesellschaft SYZYGY Performance (3,20 Mio. €), bei der polnischen Ars Thanea (2,94 Mio. €) sowie bei Unique Digital UK (1,97 Mio. €) an. Bislang hatten wir, analog zum SYZYGY-Management, keine weiteren Goodwill-Abschreibungen erwartet. Zudem fiel die tatsächliche Abschreibungshöhe mit 7,71 Mio. € höher aus als im Rahmen der vorläufigen Zahlen kommuniziert (Goodwill-Afa nach vorläufigen Zahlen: 4,70 Mio. €). Wir gehen davon aus, dass in den vorläufigen Zahlen geringere Abschreibungen bei der polnischen Tochtergesellschaft berücksichtigt waren. Nach Goodwill-Abschreibungen weist die SYZYGY AG ein EBIT in Höhe von -8,88 Mio. € (VJ: -10,98 Mio. €) aus.

Unterm Strich liegt das Nachsteuerergebnis bei -9,31 Mio. € (VJ: -13,31 Mio. €) und damit auf dem Niveau des EBIT nach Goodwill-Abschreibungen. Lediglich das Finanzergebnis in Höhe von -0,45 Mio. € (VJ: -0,60 Mio. €), in dem vornehmlich Zinsaufwendungen aus Leasingverhältnissen nach IFRS 16 enthalten sind, machte den Unterschied zwischen EBIT und Nachsteuerergebnis aus. Aufgrund der negativen Ergebnissituation weist die SYZYGY für das abgelaufene Geschäftsjahr 2025 einen Steuerertrag in Höhe von 0,04 Mio. € (VJ: -1,58 Mio. €) aus.



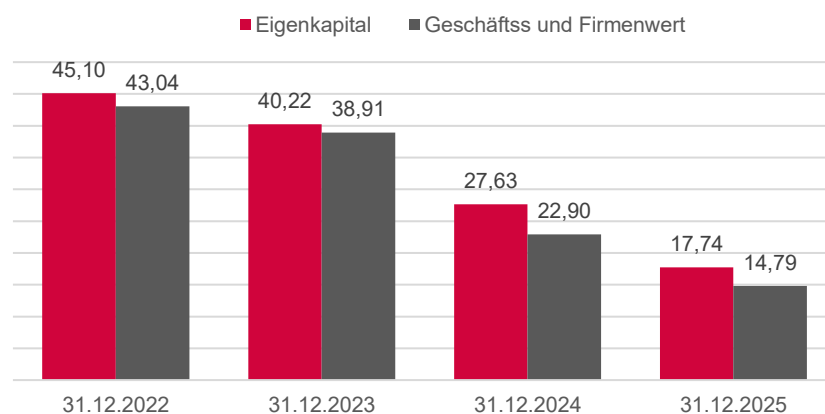
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2025

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025
Eigenkapital	45,10	40,22	27,63	17,74
EK-Quote	45,5%	46,1%	40,8%	33,2%
Goodwill	43,04	38,91	22,90	14,79
Operatives Anlagevermögen	26,85	19,93	17,83	15,01
davon IFRS 16	20,44	14,95	13,77	11,73
Bankverbindlichkeiten	8,00	4,50	1,00	0,00
Liquide Mittel	8,90	4,00	5,05	4,37
Cashflow (operativ)	12,56	7,07	9,63	5,27
Cashflow (Investition)	-1,20	0,18	-0,56	-0,57
Cashflow (Finanzierung)	-5,79	-10,90	-8,16	-5,30

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

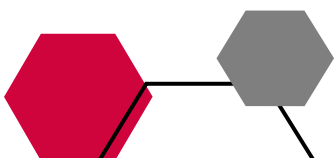
Wie in den vergangenen Geschäftsjahren haben die Goodwill-Abschreibungen das bilanzielle Bild der SYZYGY AG erheblich beeinflusst. Einerseits führte dies zu einem negativen Periodenergebnis und einem erneuten Rückgang des Eigenkapitals auf nun 17,74 Mio. € (31.12.24: 27,63 Mio. €). Die Bilanzsumme hat sich zwar auch reduziert, nichtsdestotrotz liegt die EK-Quote mit 33,2 % (31.12.24: 40,8 %) auf einem historischen Tiefstwert. Parallel zur Eigenkapitalminderung haben sich die Firmenwerte in den vergangenen Jahren deutlich auf 14,79 Mio. € (31.12.2025) reduziert. Noch vor Beginn der Abschreibungen wies die SYZYGY in der Spitze einen Goodwill in Höhe von über 58 Mio. € (2017–2019) aus. Das damals bestehende Abschreibungsrisiko ist mittlerweile zum Tragen gekommen; gleichzeitig hat dieses Risiko an „Luft“ verloren. Während der Goodwill der Beratungsgesellschaft differenzial nahezu vollständig abgeschrieben ist, verteilt er sich auf die SYZYGY Performance (8,23 Mio. €), Ars Thanea (3,88 Mio. €) und Unique Digital UK (2,36 Mio. €).

Entwicklung Eigenkapital und Goodwill (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Dass die Goodwill-Abschreibungen nicht liquiditätswirksam sind, wird anhand des positiven operativen Cashflows in Höhe von 5,27 Mio. € (VJ: 9,63 Mio. €) sichtbar. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr ist auf die niedrigeren Umsätze zurückzuführen. Das SYZYGY-Management hatte den positiven operativen Cashflow zur vollständigen Rückführung der Bankverbindlichkeiten genutzt. Dadurch reduzierten sich die liquiden Mittel insgesamt auf 4,37 Mio. € (31.12.24: 5,05 Mio. €).



PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV in Mio. €	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatzerlöse	56,84	50,02	53,02	55,68
davon Deutschland	46,06	37,72	40,48	42,88
davon UK & USA	5,06	5,60	5,71	5,83
davon Polen	6,68	6,70	6,83	6,97
EBIT (vor Goodwill-Afa)	-1,17	1,50	2,64	4,03
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	-2,1%	3,0%	5,0%	7,2%
EBIT (nach Goodwill-Afa)	-8,88	1,50	2,64	4,03
EBIT-Marge (nach Goodwill-Afa)	-15,6%	3,0%	5,0%	7,2%
Jahresüberschuss	-9,31	0,84	1,65	2,63

Quelle: GBC AG

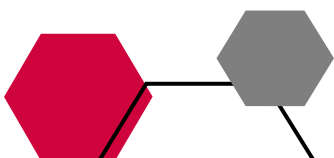
Bereits mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat das Management von SYZYG eine Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2026 kommuniziert. Diese wurde mit dem nun vorliegenden Geschäftsbericht bestätigt. Demnach wird für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatz in Höhe von rund 50 Mio. € erwartet. Die EBIT-Marge soll zwischen 3 % und 4 % liegen, sodass die Gesellschaft ein EBIT in Höhe von rund 1,5 bis 2,0 Mio. € erwartet. Weitere Firmenwertabschreibungen sind in den Prognosen nicht enthalten und werden auch nicht erwartet.

Umsatzprognose 2026 - 2028

Das laufende Geschäftsjahr 2026 steht weiterhin unter dem Eindruck der schwierigen konjunkturellen Lage mit wenigen Ausschreibungen, Etatkürzungen und Projektverschiebungen. Besonders betroffen ist das Segment **Deutschland**, für welches wir einen deutlichen Umsatzrückgang auf 37,72 Mio. € (VJ: 46,06 Mio. €) prognostizieren. Für die zuletzt von rückläufigen Umsätzen betroffenen Bereiche Strategieberatung und Performance Marketing unterstellen wir eine weiterhin rückläufige Umsatzentwicklung, wenngleich diese gemäß unseren Annahmen nur noch geringfügig ausfallen dürfte. Schwerer dürfte jedoch der Verlust eines größeren Etats wiegen, der unseren Erkenntnissen zufolge im mittleren einstelligen Millionen-Euro-Bereich liegen dürfte. Die Auswirkung dieses Wegfalls über das gesamte Jahr erklärt den von uns für das Segment Deutschland unterstellten Umsatzrückgang in Höhe von insgesamt 8,30 Mio. €.

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit vorsichtigen Wachstumsimpulsen, die im Jahr 2027 zu einer Umsatzsteigerung auf 40,48 Mio. € (+7,3 %) und im Jahr 2028 auf 42,88 Mio. € (+5,9 %) führen dürften. Unabhängig von der konjunkturellen Lage sollte die SYZYG AG mit ihrem umfassenden Produkt- und Dienstleistungsspektrum vom anhaltenden Trend zur Digitalisierung profitieren. Zudem ist das Unternehmen mit seiner hohen Technologiekompetenz gut positioniert, um den technologischen Wandel rund um das Thema „Künstliche Intelligenz“ mitzugestalten. Künftig könnten Kunden mithilfe von „KI“ selbst Dienstleistungen erbringen. Im Gegenzug steigt der Bedarf an Implementierung und Beratung. Bereits heute entwickelt die SYZYG AG KI-Agenten im Wissensmanagement, um die internen Prozesse von Unternehmen zu optimieren. Insgesamt wird der technologische Wandel zu einer Neustrukturierung der Umsätze führen.

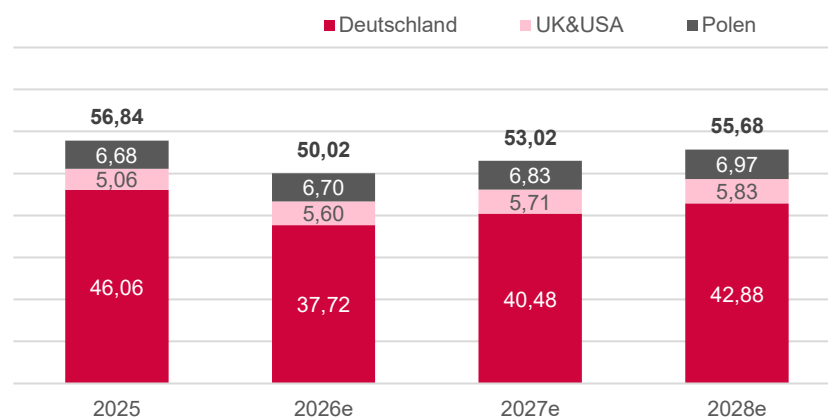
Demgegenüber prognostizieren wir für das Segment **UK & USA** eine deutliche Steigerung der Umsätze auf 5,60 Mio. € (VJ.: 5,06 Mio. €). Hier dürfte die Gesellschaft in erster Linie von dem im Vorjahr gewonnenen Budget von Paysafe profitieren. Der Basiseffekt, da dieses Budget 2026 erstmals ganzjährig enthalten sein wird, dürfte für einen spürbaren Umsatzanstieg sorgen. Darüber hinaus haben die



englischen Gesellschaften mit Fokus auf das Fintech-Segment einige Kundengewinne verzeichnet, sodass hier nach der Bodenbildung der vergangenen zwei Geschäftsjahre wieder ein Umsatzwachstum erreicht werden sollte. Für die darauffolgenden Geschäftsjahre unterstellen wir jeweils ein Wachstum von 2,0 %.

Für das **polnische** Segment rechnen wir mit einer seitwärts gerichteten Umsatzentwicklung. Während der Bereich CGI-Dienstleistungen, der für rund 40 % der Umsatzerlöse in Polen verantwortlich ist, weiterhin von einer schwachen Nachfrage aus den USA geprägt sein dürfte, rechnen wir für das Agenturgeschäft in Polen mit steigenden Umsätzen. Dies basiert auf der erfolgreichen Gewinnung von Neukunden in einem polnischen Markt, der sich konjunkturell deutlich robuster zeigt als der deutsche Markt. Für die kommenden Geschäftsjahre sollte sich dieser Trend fortsetzen, der von einer Verschiebung der Umsätze in Polen hin zum Agenturgeschäft geprägt sein dürfte.

Umsatzprognosen nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

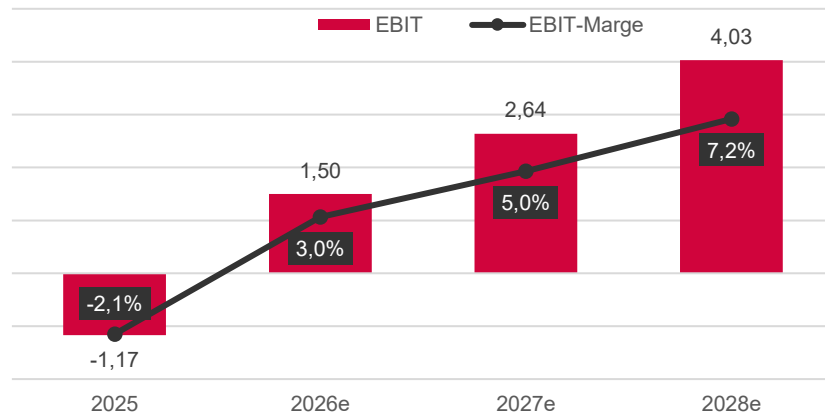
Ergebnisprognose 2026 – 2028

Die Ergebnisentwicklung des laufenden Geschäftsjahres sollte einerseits vom Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen profitieren, die das Ergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2025 noch mit rund 1,3 Mio. € belastet hatten. Auf der anderen Seite sollten die daraus resultierenden Einsparungen schrittweise zum Tragen kommen, sodass wir trotz des erwarteten Umsatzrückgangs mit einem Anstieg des EBIT auf 1,50 Mio. € (VJ: -1,17 Mio. €) rechnen. Dies markiert die untere Grenze der vom Management in Aussicht gestellten Ergebnisbandbreite. Die Einsparungen sollten sich in allen Kostenpositionen niederschlagen. Darüber hinaus ist bei niedrigeren Umsätzen mit einem geringeren Einsatz von Freelancern zu rechnen, was insbesondere zu einer Verbesserung der Nettomarge (Umsatzerlöse nach Einstandskosten) führen dürfte.

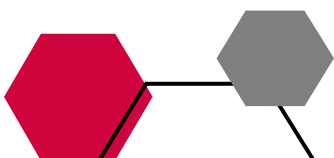
Ab dem Geschäftsjahr 2027 sollte die Gesellschaft von einem wieder steigenden Umsatz profitieren, der auf eine verschlankte Kostenstruktur trifft. Dies begründet unsere Annahme einer überproportionalen Steigerung des operativen Ergebnisses, was sich in einem Anstieg der Marge auf 5,0 % (2027e) bzw. 7,2 % (2028e) niederschlägt. Die für das letzte Schätzjahr unterstellte EBIT-Marge liegt dabei noch deutlich unterhalb der für die Gesellschaft erreichbaren EBIT-Marge, wie ein Blick in die Vergangenheit beweist. EBIT-Margen in der Nähe der 10-Prozent-Marke, die das Ergebnisbild in der Historie geprägt haben, sollten nach unserer Ansicht das Ziel für die kommenden Geschäftsjahre sein. Dies insbesondere vor

dem Hintergrund des fortgesetzten Technologiewandels und der damit einhergehenden Fokussierung auf margenstärkere Umsätze.

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



Quelle: GBC AG



Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2026 bis 2028 in Phase 1, erfolgt von 2029 bis 2033 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 14,1 % (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.

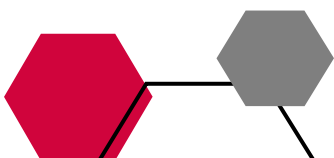
Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach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

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 2,70 € ermittelt. Gegenüber unserem Research Comment zu den vorläufigen Zahlen ergibt sich daher keine Änderung des Kursziels. Dies hat als Grundlage nahezu unveränderte Prognosen für die Geschäftsjahre 2026 und 2027.



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	50,02	53,02	55,68	58,46	61,38	64,45	67,67	71,06	
Umsatzwachstum	-12,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA	5,10	6,14	7,53	8,24	8,65	9,09	9,54	10,02	
EBITDA-Marge	10,2%	11,6%	13,5%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	
EBITA	1,50	2,64	4,03	4,74	5,05	5,40	5,76	6,16	
EBITA-Marge	3,0%	5,0%	7,2%	8,1%	8,2%	8,4%	8,5%	8,7%	8,8%
NOPLAT	1,05	1,85	2,82	3,32	3,53	3,78	4,04	4,31	
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Anlagevermögen (OAV)	15,41	15,91	16,41	16,91	17,31	17,71	18,11	18,41	
Investiertes Kapital	13,41	14,41	16,41	16,91	17,31	17,71	18,11	18,41	
Kapitalrendite	9,4%	13,8%	19,6%	20,2%	20,9%	21,8%	22,8%	23,8%	24,3%
EBITDA	5,10	6,14	7,53	8,24	8,65	9,09	9,54	10,02	
Steuern auf EBITA	-0,45	-0,79	-1,21	-1,42	-1,51	-1,62	-1,73	-1,85	
Veränderung OAV	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,01	-4,09	-4,18	-4,16	
Veränderung WC	-1,86	-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	-1,21	0,85	0,82	2,82	3,13	3,38	3,64	4,01	60,08

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 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	45,77	48,96
Barwert expliziter FCFs	12,52	12,77
Barwert Continuing Value	33,25	36,18
Nettoschulden	9,10	7,96
Wert des Eigenkapitals	36,67	41,00
Fremde Gewinnanteile	-0,24	-0,27
Wert des Aktienkapitals	36,43	40,73
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,70	3,02

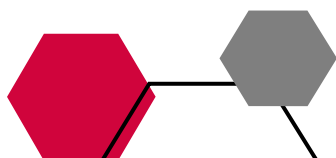
Sensitivitätsanalyse

	WACC					
	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	
Kapitalrendite	22,8%	3,11	2,80	2,53	2,31	2,11
	23,5%	3,21	2,89	2,62	2,38	2,18
	24,3%	3,31	2,98	2,70	2,46	2,25
	25,0%	3,42	3,07	2,78	2,53	2,32
	25,8%	3,52	3,17	2,86	2,61	2,39

KENNZAHLEN IM ÜBERBLICK

GuV (in Mio. €)	GJ 2024	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatzerlöse	69,43	56,84	50,02	53,02	55,68
Einstandskosten	-53,81	-48,38	-40,02	-41,89	-43,15
Nettoergebnis	15,62	8,46	10,00	11,14	12,53
Vertriebs- und Marketingkosten	-4,07	-3,94	-3,55	-3,62	-3,69
Allgemeine Verwaltungskosten	-7,93	-6,68	-6,25	-6,38	-6,50
Sonstiges betriebliches Ergebnis	2,04	0,99	1,30	1,50	1,70
Afa auf Goodwill	-16,64	-7,71			
EBIT	-10,98	-8,88	1,50	2,64	4,03
Finanzergebnis	-0,60	-0,45	-0,27	-0,26	-0,25
EBT	-11,58	-9,33	1,23	2,38	3,78
Steuern	-1,58	0,04	-0,37	-0,71	-1,13
Minderheiten	-0,15	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
EAT	-13,31	-9,31	0,84	1,65	2,63
EBITDA	10,02	2,45	5,10	6,14	7,53
EBITDA-Marge	14,4%	4,3%	10,2%	11,6%	13,5%
EBIT vor Goodwill	5,67	-1,17	1,50	2,64	4,03
EBIT-Marge	8,2%	-2,1%	3,0%	5,0%	7,2%
Ergebnis je Aktie in €	-0,99	-0,69	0,06	0,12	0,19
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,10	0,15

Quelle: SYZYG AG; GBC AG



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.

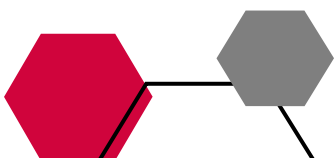
Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevant persons ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

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.

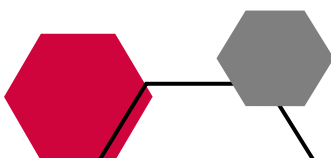
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 Studiererstellung 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:

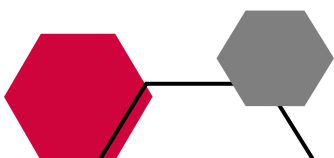
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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