

SYZYG Gruppe *1,5a,7,11

Vorläufiger Umsatz und Ergebnis (vor Goodwill-AfA) im Rahmen der Erwartungen; Umfeld bleibt herausfordernd

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

Mitarbeiter: 554 (30.09.2024)
Firmensitz: Bad Homburg
Gründung: 1995

Die SYZYG Gruppe ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für Digital Experiences. Im Jahr 1995 gegründet ist die SYZYG 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 SYZYG AG im Prime Standard börsennotiert. Neben der Kernmarke SYZYG gehören der Enterprise Technologie-Spezialist SYZYG Techsolutions, der Performance Marketing- und Media-Spezialist SYZYG Performance, das Design Studio Ars Thanea und die Strategieberatung different zur Gruppe. Die rund 550 Spezialist:innen der SYZYG 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 23	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e
Umsatz	71,74	69,43	65,96	69,26
EBIT-vor Goodwill-Afa	4,08	5,70	5,28	5,85
EBIT-nach Goodwill-Afa	-0,66	-8,50	5,28	5,85
Jahresüberschuss	-2,92	-10,31	3,08	3,55
Gewinn je Aktie	-0,22	-0,76	0,23	0,26
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,15	0,20
EV/Umsatz	0,73	0,76	0,80	0,76
EV/EBIT – vor Goodwill-Afa	12,86	9,21	9,94	8,97
KGV	-12,02	-3,40	11,40	9,89
KBV	0,87			

Investment Case

- Die vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 liegen vor Firmenwertabschreibungen im Rahmen unserer Erwartungen. Sowohl der vorläufige Umsatz in Höhe von 69,43 Mio. € (GBC Prognose: 69,59 Mio. €) als auch das vorläufige EBIT in Höhe von 5,70 Mio. € (GBC Prognose: 5,60 Mio. €) liegen sehr nahe an unseren bisherigen Schätzungen.
- Der Umsatzrückgang auf 69,43 Mio. € (VJ: 71,74 Mio. €) ist auf eine Schwäche in der Region UK & USA sowie bei den deutschen Gesellschaften zurückzuführen. Das Neukundengeschäft verlief insgesamt verhalten.
- Kostenanpassungen führten trotz des Umsatzrückgangs zu einer deutlichen Steigerung des EBIT auf 5,70 Mio. € (VJ: 4,08 Mio. €).
- Die anhaltende Schwäche im Beratungsbereich sowie im Segment UK & USA führte zum dritten Mal in Folge zu Firmenwertabschreibungen in Höhe von 14,2 Mio. €. Nach Firmenwertabschreibungen lag das EBIT bei -8,50 Mio. € (VJ: -0,66 Mio. €) und das Ergebnis nach Steuern bei -10,31 Mio. € (VJ: -2,92 Mio. €).
- Für das laufende Geschäftsjahr 2025 wird ein Umsatzrückgang im mittleren einstelligen Prozentbereich bei einer stabilen EBIT-Marge erwartet. Der Umsatzrückgang sollte im Wesentlichen auf den Wegfall von durchlaufenden Posten zurückzuführen sein, während die Honorarumsätze auf Vorjahresniveau liegen sollten.
- Wir haben unsere Schätzungen für 2025 und damit auch unsere Prognosen für 2026 an die neue Guidance angepasst.
- Neues Kursziel 5,50 € (alt: 6,60 €), Rating BUY

Rating: KAUFEN
Kursziel: 5,50 EUR (alt: 6,60 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom Vortag	2,60 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005104806
WKN	SYZ
Aktienzahl (in Mio.)	13,50
MCap (in Mio. EUR)	35,91
Enterprise Value (in Mio. EUR)	53,29
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

WPP	50,3%
Institutionelle Investoren	13,1%
Free Float	36,6%

Finanztermine

31.03.25	Geschäftsbericht 2024
30.04.25	Q1-Zahlen 2025
10.07.25	Hauptversammlung
30.07.25	Halbjahresbericht 2025
30.10.25	Q3-Zahlen 2025

Analysten

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

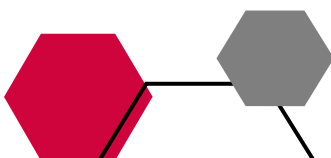
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.11.24: RS / 6,60 / KAUFEN
05.08.24: RS / 7,70 / KAUFEN
06.05.24: RS / 7,70 / KAUFEN
15.04.24: RS / 7,70 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 12.02.2025 (12:43 Uhr)
Erste Weitergabe: 12.02.2025 (15:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 7



VORLÄUFIGE ZAHLEN 2024

GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024*	GJ 2025e (alt)	GJ 2025e (neu)	GJ 2026e (alt)	GJ 2026e (neu)
Umsatz	71,74	69,43	72,37	65,96	82,17	69,26
EBIT – vor Goodwill-Afa	4,08	5,70	6,54	5,28	9,06	5,85
EBIT-Marge – vor Goodwill-Afa	5,7%	8,2%	9,08%	8,0%	11,0%	8,5%
EBIT – nach Goodwill-Afa	-0,66	-8,50				
Jahresüberschuss	-2,92	-10,31	3,97	3,08	5,72	3,55

Quelle: SYZYG Gruppe; GBC AG; gemäß vorläufigen Zahlen

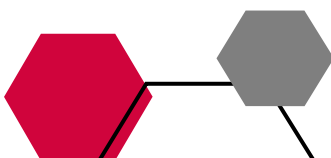
Die am 03.02.2025 von der SYZYG AG vorgelegten vorläufigen Zahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 liegen vor Firmenwertabschreibungen im Rahmen der zuletzt angepassten Guidance des Unternehmens und damit auch im Rahmen unserer Erwartungen. Mit einem Umsatzrückgang von 3,2 % auf 69,43 Mio. € (VJ: 71,74 Mio. €) wurde unsere Prognose (siehe Studie vom 04.11.24) von 69,59 Mio. € punktgenau erreicht.

Nach Berichtsregionen differenziert zeigt sich im Segment UK & USA ein deutlicher Umsatzrückgang von rund 39 % auf 5,10 Mio. € (VJ: 8,35 Mio. €), der auf Budgeteinbußen zurückzuführen ist. Nach erfolgreicher Anpassung der Kostenstrukturen konnte im Segment UK & USA eine EBIT-Marge von 2 % erreicht werden. Deutlich erfolgreicher war die polnische Gesellschaft Ars Thanea, die mit einem Umsatzwachstum von rund 34 % auf 8,20 Mio. € (VJ: 6,11 Mio. €) die höchste Dynamik innerhalb der SYZYG Gruppe aufwies. Die deutschen Gesellschaften, die für den größten Umsatzanteil verantwortlich sind, mussten aufgrund eines verhaltenen Neukundengeschäfts sowie der anhaltenden Schwäche im Beratungsgeschäft einen Umsatzrückgang von 1,7 % auf 56,40 Mio. € (VJ: 57,37 Mio. €) hinnehmen.

Trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung konnte durch die erfolgreich umgesetzten Kostenanpassungen das EBIT vor Firmenwertabschreibungen auf 5,70 Mio. € (VJ: 4,08 Mio. €) und die EBIT-Marge auf 8,2 % (VJ: 5,7 %) gesteigert werden. Auch hier wurde unsere Prognose (GBC-Prognose: 5,60 Mio. €) nahezu punktgenau erreicht.

Nicht erwartet hatten wir allerdings den erneuten Abschreibungsbedarf auf Firmenwerte. Nachdem bereits in den beiden vorangegangenen Geschäftsjahren Firmenwerte abgeschrieben wurden, mussten im abgelaufenen Geschäftsjahr weitere 14,2 Mio. € abgeschrieben werden. Insbesondere die anhaltende Schwäche im Beratungsbereich (Tochtergesellschaft different) sowie im Segment UK & USA dürfte zu einer Wertberichtigung geführt haben. Mit dieser Abschreibung dürften sich die in der Bilanz ausgewiesenen Firmenwerte aktuell auf rund 25 Mio. € (31.12.23: 38,91 Mio. €) belaufen, so dass nun ein deutlich geringeres Risiko für weitere Firmenwertabschreibungen besteht. Das EBIT nach Firmenwertabschreibungen lag daher mit -8,50 Mio. € (VJ: -0,66 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Gleiches gilt für das Ergebnis nach Steuern in Höhe von -10,31 Mio. € (VJ: -2,92 Mio. €), das unter unseren Erwartungen lag. Positiv hervorzuheben ist der Anstieg des operativen Cashflows auf rund 8,00 Mio. € (VJ: 7,07 Mio. €), der damit erneut über dem bereinigten EBIT liegt.

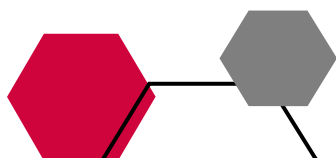
Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen gab das Management der SYZYG AG erstmals eine Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2025 ab. Der erwartete Umsatzrückgang im mittleren einstelligen Prozentbereich (GBC-Schätzung: -5,0%) soll dabei insbesondere auf den Wegfall von durchlaufenden Posten zurückzuführen sein. Dabei handelt es sich um direkte Kosten für Produkte oder



Dienstleistungen Dritter, die jedoch umsatzwirksam weiterberechnet wurden. Die Honorarumsätze dürften dagegen auf dem Niveau des Vorjahres liegen. Nach Regionen betrachtet, sollten die im Ausland tätigen Gesellschaften von einer Ausweitung der Geschäftsentwicklung profitieren, während die Umsätze in Deutschland aufgrund der bestehenden Schwäche im Beratungs- und Dienstleistungsgeschäft rückläufig sein sollten. Trotz des Umsatzrückgangs soll die EBIT-Marge mit rund 8 % auf dem Niveau des Vorjahres liegen. Durchlaufende Posten tragen nicht zum Ergebnis bei, so dass sich deren Wegfall nicht negativ auf die Marge auswirkt.

Wir haben unsere Schätzungen an die neue Guidance angepasst und erwarten nun für 2025 einen Umsatz von 65,96 Mio. € (bisherige Schätzung: 72,37 Mio. €) und ein EBIT von 5,28 Mio. € (bisherige Schätzung: 6,54 Mio. €). Auf Basis der somit niedrigeren Umsatz- und Ergebnisbasis passen wir auch unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2026 an. Wir erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 69,26 Mio. € (bisher: 82,17 Mio. €) und ein EBIT in Höhe von 5,85 Mio. € (bisher: 9,06 Mio. €).

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 5,50 € (alt: 6,60 €) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus vergeben wir das Rating KAUFEN.



BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SYZYG 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 SYZYG 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.

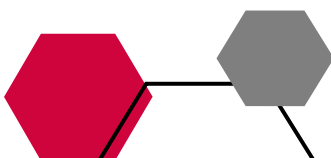
Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen 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 Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,92 % (bisher: 8,92 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,37 % (bisher: 8,37 %).

Bewertungsergebnis

Mit der Reduktion unserer Schätzungen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 liegt eine niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells vor. Daraus ergibt sich eine Minderung des Kursziels auf 5,50 € (bisher: 6,60 €).



DCF MODELL

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz	69,43	65,96	69,26	72,72	76,35	80,17	84,18	88,39	
Umsatzwachstum	-3,2%	-5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA	-3,25	10,48	11,05	11,61	12,19	12,80	13,44	14,11	
EBITDA-Marge	-4,7%	15,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	-8,50	5,28	5,85	6,41	6,91	7,41	7,94	8,51	
EBITA-Marge	-12,2%	8,0%	8,5%	8,8%	9,0%	9,2%	9,4%	9,6%	11,2%
NOPLAT	-9,62	3,70	4,10	4,48	4,83	5,19	5,56	5,95	
Working Capital (WC)	-1,10	0,40	0,40	0,42	0,44	0,46	0,49	0,51	
Anlagevermögen (OAV)	19,51	18,97	19,37	19,67	20,07	20,47	20,87	21,17	
Investiertes Kapital	18,41	19,37	19,77	20,09	20,51	20,93	21,35	21,68	
Kapitalrendite	-53,9%	20,1%	21,2%	22,7%	24,1%	25,3%	26,6%	27,9%	32,5%
EBITDA	-3,25	10,48	11,05	11,61	12,19	12,80	13,44	14,11	
Steuern auf EBITA	-1,12	-1,58	-1,76	-1,92	-2,07	-2,22	-2,38	-2,55	
Veränderung OAV	-4,83	-4,66	-5,60	-5,50	-5,68	-5,79	-5,90	-5,90	
Veränderung WC	-1,00	-1,50	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	14,20	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	4,00	2,74	3,70	4,16	4,41	4,76	5,14	5,63	103,69

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	2,14
Eigenkapitalkosten	8,92%
Zielgewichtung	90,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	10,00%
Taxshield	24,99%
WACC	8,37%

Ermittlung fairer Wert		GJ 24e	GJ 25e
Wert operatives Geschäft		80,78	84,81
Barwert expliziter FCFs		21,71	20,79
Barwert Continuing Value		59,07	64,02
Nettoschulden		12,61	10,18
Wert des Eigenkapitals		68,17	74,63
Fremde Gewinnanteile		-0,37	-0,40
Wert des Aktienkapitals		67,80	74,23
Ausstehende Aktien in Mio.		13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR		5,02	5,50

Sensitivitätsanalyse						
		WACC				
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Kapitalrendite	31,0%	6,41	5,79	5,26	4,82	4,44
	31,7%	6,56	5,92	5,38	4,93	4,54
	32,5%	6,70	6,05	5,50	5,03	4,64
	33,2%	6,85	6,18	5,62	5,14	4,73
	34,0%	7,00	6,31	5,73	5,24	4,83

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFIDII compliant.

II. §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen. Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

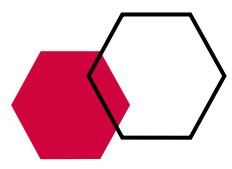
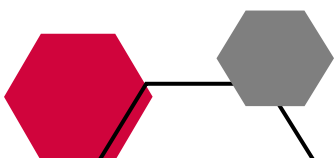
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb



dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

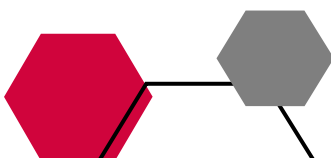
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (1,5a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent



(7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der 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

