

# **GBC Research (Anno)**

---

**SYZYG Y 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

### Nach „Übergangsjahr“ 2025 Rückkehr zum Umsatz- und Ergebniswachstum in Sicht

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

**Mitarbeiter:** 550 (31.12.2024)  
**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 550 Spezialist:innen der SYZYGY Gruppe betreuen Marken wie Audi, BMW, Bosch, Die Bundesregierung, Condor, Commerzbank, Deutsche Bank, Eucerin, Hilti, HUK-Coburg, Hymer, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, mobile.de, o2 Telefónica, PayPal, Porsche, Sennheiser, Volkswagen und Wempe.

in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	69,43	63,18	66,34	69,66
EBIT - vor Goodwill	5,67	4,45	5,37	6,13
EBIT – nach Goodwill	-10,98	4,45	5,37	6,13
Jahresüberschuss	-13,31	2,77	3,41	3,88
Gewinn je Aktie	-0,99	0,20	0,25	0,29
Dividende je Aktie	0,00	0,15	0,18	0,20
EV/Umsatz	0,62	0,68	0,65	0,62
EV/EBIT-vor Goodwill	7,61	9,69	8,03	7,04
KGV	-2,41	11,62	9,42	8,27
KBV	1,16			

#### Investment Case

- Umsatzrückgang in Höhe von -3,2 % auf 69,43 Mio. € (VJ: 71,74 Mio. €) liegt im Rahmen der Erwartungen (SYZYGY-Guidance: -3,0 %).
- Der Umsatzrückgang ist insbesondere auf einen umfangreichen Etatverlust in der Region UK & US sowie auf eine bestehende Nachfrageschwäche im deutschen Beratungsgeschäft zurückzuführen.
- Aufgrund von Kostenanpassungen ist das um Goodwill-Abschreibungen bereinigte EBIT, trotz Umsatzrückgang, auf 5,67 Mio. € (VJ: 4,08 Mio. €) gestiegen.
- Die anhaltende Schwäche im Beratungsbereich sowie im Segment UK & US haben zum dritten Mal in Folge Firmenwertabschreibungen nach sich gezogen. Gegenüber dem Vorjahr sind diese auf 16,64 Mio. € (VJ: 4,74 Mio. €) angestiegen. Das EBIT war daher mit -10,98 Mio. € (VJ: -0,66 Mio. €) erneut negativ.
- Mit dem hohen operativen Cashflow in Höhe von 9,63 Mio. € (VJ: 7,07 Mio. €) wurden die Bankverbindlichkeiten weitestgehend zurückgeführt.
- Für das laufende Geschäftsjahr wird ein weiterer Umsatzrückgang (GBC-Prognose: 63,18 Mio. €) und eine EBIT-Marge in Höhe von 7,0 % erwartet. Der Lufthansa-Etatverlust sowie eine bestehende Nachfrageschwäche im Beratungsbereich sind die Gründe hierfür.
- Die Gesellschaft ist gut positioniert, um am Digitalisierungstrend zu partizipieren. Darüber hinaus wird der Technologieumbruch rund um das Thema „KI“ von der SYZYGY AG ebenfalls frühzeitig adressiert.
- Kursziel in Höhe von 5,30 € ermittelt, Rating: KAUFEN

**Rating:** KAUFEN  
**Kursziel:** 5,30 EUR (alt: 5,50 EUR)

#### Aktie und Stammdaten



Schlusskurs vom 15.04.25	2,38 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005104806
WKN	510480
Aktienzahl (in Mio.)	13,50
MCap (in Mio. EUR)	32,94
Enterprise Value (in Mio. EUR)	43,94
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

#### Aktionärsstruktur

WPP	50,3%
Free Float	49,7%

#### Finanztermine

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

#### Analysten

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

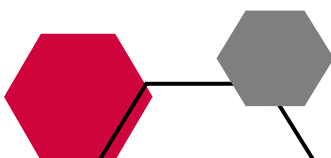
#### Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
12.02.25: RS / 5,50 / KAUFEN  
04.11.24: RS / 6,60 / KAUFEN  
05.08.24: RS / 7,70 / KAUFEN  
06.05.24: RS / 7,70 / KAUFEN  
\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen werden

Fertigstellung: 16.04.2025 (16:46 Uhr)  
Erste Weitergabe: 17.04.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

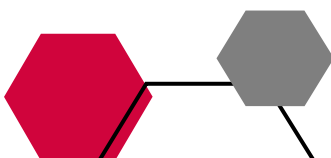
\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 19



## EXECUTIVE SUMMARY

---

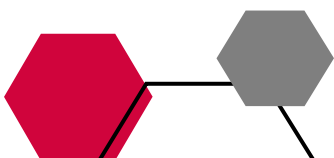
- Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2024 erzielten Umsatzerlöse in Höhe von 69,43 Mio. € (VJ: 71,74 Mio. €) liegen mit -3,2 % im Rahmen der Erwartungen. Zuletzt hatte das Management von SYZYGY mit der Veröffentlichung des 9-Monatsberichts 2024 einen Umsatzrückgang von rund 3,0 % in Aussicht gestellt. Sowohl unsere Prognose als auch die Guidance wurden damit erreicht.
- Hauptverantwortlich für den Umsatzrückgang ist der Verlust eines größeren Etats (3,5 Mio. € nach GBC-Schätzung) in Großbritannien. Im Segment UK & US ging der Umsatz daher sichtbar auf 5,06 Mio. € (VJ.: 8,35 Mio. €) zurück. Ohne den Etatverlust wäre hier sogar ein leichtes Wachstum möglich gewesen. Auch das umsatzstärkste Segment Deutschland musste einen leichten Umsatzrückgang auf 56,45 Mio. € (VJ: 57,37 Mio. €) hinnehmen. Hier wirkte sich wie in den Vorjahren weiterhin eine Nachfrageschwäche im Bereich der Transformationsberatung (Tochtergesellschaft different) aus. Die polnische Tochtergesellschaft Ars Thanea konnte hingegen aufgrund der hohen Nachfrage nach CGI-Leistungen mit 8,21 Mio. € (VJ: 6,11 Mio. €) einen neuen Rekordumsatz erzielen.
- Das EBIT in Höhe von -10,98 Mio. € (VJ: -0,66 Mio. €) war erneut durch hohe Firmenwertabschreibungen in Höhe von 16,64 Mio. € (VJ: 4,74 Mio. €) geprägt. Diese fielen aufgrund der verschlechterten Geschäftsaussichten vor allem bei der Tochtergesellschaft different GmbH an, deren Firmenwert mittlerweile nahezu vollständig abgeschrieben ist. Bereinigt um Firmenwertabschreibungen liegt das EBIT trotz des Umsatzrückgangs aufgrund der eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen mit 5,67 Mio. € (VJ: 4,08 Mio. €) deutlich über dem Vorjahreswert. Die Liquiditätsneutralität der Firmenwertabschreibungen zeigt sich im erneut hohen operativen Cash Flow von 9,63 Mio. € (VJ: 7,07 Mio. €).
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das SYZYGY-Management mit einem weiteren Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich und einem Rückgang der EBIT-Marge auf 7,0 % (2024: 8,2 %). Während die in UK & US tätigen Gesellschaften nach Verdauung des Etatverlusts wieder steigende Umsätze ausweisen dürften, leidet das Beratungsgeschäft in Deutschland weiterhin unter einer konjunkturbedingten Nachfrageschwäche. Hinzu kommt der Verlust des Luftansa-Etats, der nicht durch bereits gewonnene Neukunden kompensiert werden dürfte.
- Nach einer rückläufigen Geschäftsentwicklung im aktuellen Übergangsjahr dürfte die SYZYGY AG ab 2026 wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Der anhaltende Trend zur Digitalisierung sowie der derzeit stattfindende technologische Wandel, in dessen Rahmen „KI-Themen“ eine wichtigere Rolle spielen, dürften einen starken Einfluss auf die zukünftige Geschäftsentwicklung haben. Die SYZYGY AG ist mit ihrer hohen Technologiekompetenz für den Technologiewandel durch den verstärkten Einsatz von KI gut aufgestellt. Nach einem Umsatzrückgang auf 63,18 Mio. € (2025e) erwarten wir für die kommenden Geschäftsjahre ein Umsatzwachstum von jeweils 5,0 %. Die EBIT-Marge sollte bis zum Ende unseres konkreten Prognosehorizonts auf 8,8 % steigen, perspektivisch ist wieder eine zweistellige Profitabilität möglich.
- Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein leicht rückläufiges Kursziel in Höhe von 5,30 € (bisher: 5,50 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.



## INHALTSVERZEICHNIS

---

Executive Summary .....	3
Unternehmen.....	5
Die SYZYGY Gruppe .....	5
Markt und Marktumfeld.....	6
Markt für Digital Experience Services .....	6
Digitale Werbeausgaben.....	7
Geschäftsentwicklung 2024.....	8
Umsatzentwicklung 2024 .....	8
Ergebnisentwicklung 2024 .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2024 .....	11
Prognosen und Bewertung .....	12
Umsatzprognose 2025 - 2027 .....	12
Ergebnisprognose 2025 – 2027 .....	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.

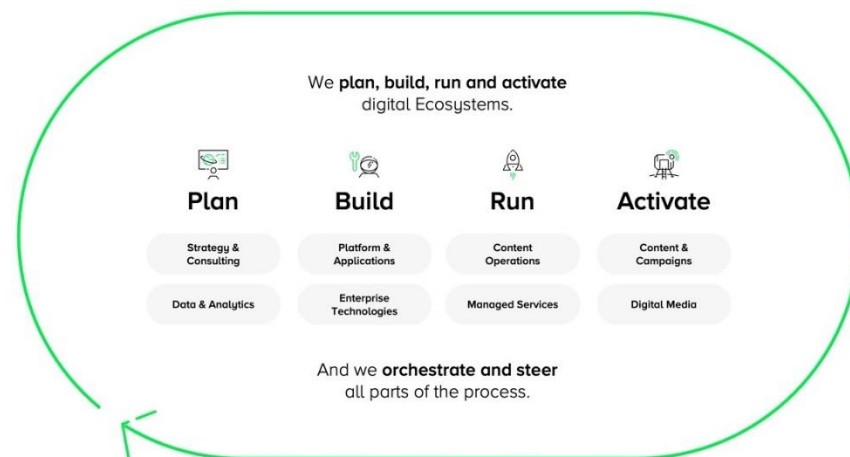


Quelle: SYZYGY AG

### SYZYGY

#### SYZYGY

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



Quelle: SYZYGY AG

### different

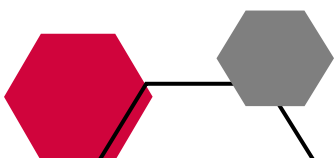
#### Strategieberatung

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

### 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

---

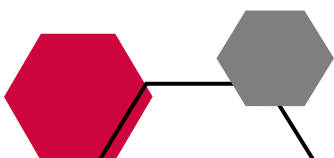
Das breit gefächerte Produkt- und Leistungsspektrum der SYZYGY AG umfasst neben den „klassischen“ Komponenten der digitalen Werbung auch die kreative und technologische Entwicklung von Markenplattformen, Business-Applikationen oder Mobile Apps. Darüber hinaus deckt das Unternehmen auch die strategische Beratung von Unternehmen bei der digitalen Transformation ab. Zudem bietet das Unternehmen IT-Lösungen, Designlösungen und Virtual Reality-Lösungen an. Insofern liefern die auf die digitalen Werbeausgaben beschränkten Marktdaten nur eine Aussage zu einem Teilaspekt des Produktspektrums der SYZYGY AG. Denn insgesamt profitiert das Unternehmen von allen Teilaspekten der zunehmenden Digitalisierung.

### Markt für Digital Experience Services

Die Lünendonk-Studie 2024 „Der Markt für IT-Dienstleistungen in Deutschland“ berichtet von einer steigenden Nachfrage nach Full-Service DX (Digital Experience), basierend auf der Annahme, dass Unternehmen ihren Kunden über alle Kanäle und Interaktionspunkte (Marketing, Vertrieb, Service, Logistik) eine hohe Digital Experience bieten müssen. Dabei geht die hohe Geschwindigkeit des Technologiezyklus mit einer steigenden Anzahl an Möglichkeiten einher, Kundenschnittstellen zu digitalisieren und damit Wettbewerbsvorteile zu generieren. Letztlich gewinnt damit die Einführung von IT-Anwendungen und digitalen Produkten an Bedeutung, wovon ganzheitliche Anbieter wie die SYZYGY AG profitieren sollten.

Nach Auswertung der Lünendonk-Studie lag das Wachstum für DX-Services im Jahr 2023 in Deutschland bei durchschnittlich 4,4 %, was gegenüber dem von Nachholeffekten geprägten Vorjahreswert von 18,3 % zwar eine deutliche Abschwächung der Dynamik bedeutet, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber erneut eine überproportionale Entwicklung darstellt. Das stärkste Wachstum erzielten die Unternehmen, die ein ganzheitliches Produktspektrum anbieten. Grundsätzlich schätzen die im Rahmen der Studie befragten Unternehmen das Marktumfeld jedoch positiv ein, so dass für die Folgejahre mit einer Beschleunigung des Wachstums gerechnet wird. Für 2024 wird eine Wachstumsrate von 5,1 %, für 2025 von 11,8 % und für 2026 von 14,2 % erwartet. Das tatsächliche Wachstum wird naturgemäß von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst, die Erwartungen zeigen jedoch eine höhere Dynamik als die Konjunktur.

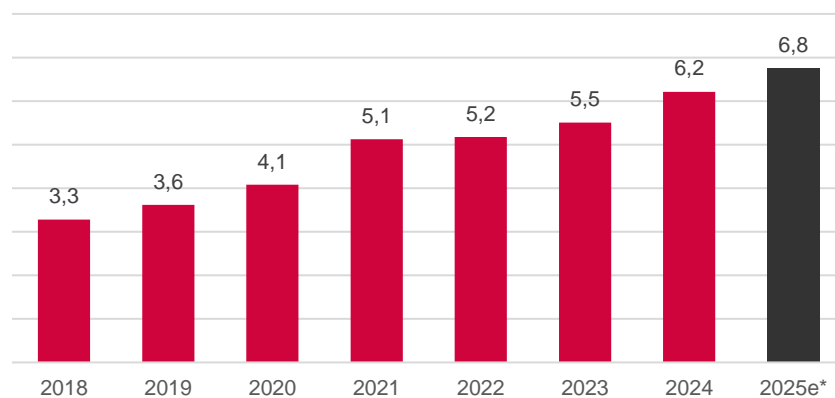
Besonders gefragt sind Themen wie Customer Experience, also die Verbesserung der Kundenschnittstellen durch den Einsatz digitaler Technologien. Aber auch der kanalübergreifende Datenaustausch oder die Integration der Plattformen in die Backend-Systeme werden von den Kunden stark nachgefragt. Data & Analytics Services sowie die Unterstützung beim Aufbau digitaler Vertriebskanäle sind ebenfalls wichtige Nachfragefelder. Die Vielfalt der kundenseitigen Anforderungen zeigt, dass auch von DX-Anbietern ein vielfältiges Leistungsspektrum erwartet wird, weshalb die klassische Einteilung der Anbieter in einzelne Kategorien (IT-Dienstleister, Kreativagentur, Berater, Systemintegrator) den Kundenanforderungen nicht mehr gerecht wird. Die SYZYGY AG erfüllt diese Anforderung und wird im Rahmen der Lünendonk-Studie als „Follower“ mit hoher DXS-Portfoliobreite und zunehmender DXS-Marktstärke eingestuft.



## Digitale Werbeausgaben

Die Entwicklung des deutschen Display-Werbemarktes gibt lediglich einen Hinweis auf einen Produktbereich der SYZYGY AG und ist daher nur als Teil des für das Unternehmen relevanten Gesamtmarktes zu betrachten. Die im OVK-Report 2025/01 dargestellte Entwicklung des deutschen digitalen Werbemarktes belegt die zunehmende Bedeutung digitaler Werbung für die Wirtschaft. Im Jahr 2024 wuchs der deutsche Online-Display- und Videomarkt um 12,8 % auf 6,2 Mrd. € (VJ: 5,5 Mrd. €) und verzeichnete damit eine Verdoppelung der Wachstumsrate im Vergleich zur Vorjahresentwicklung (2023: +6,4 %). Besonders starke Impulse lieferten dabei Kunden aus dem Handels- und Medienbereich, wobei Handel, Dienstleistungen und Medien die größten Wirtschaftsbereiche, gemessen an den Brutto-Werbeinvestitionen, sind.

### Umsätze digitale Displaywerbung in Deutschland (in Mrd. €)



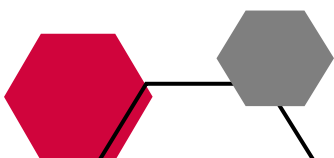
Quelle: OVK, GBC AG

Für 2025 prognostiziert der OVK einen weiteren Umsatzanstieg auf 6,8 Mrd. €, was dann einem Wachstum von 8,8 % entsprechen würde. Der größte Teil der Umsätze soll dann auf den Bereich Programmatic Advertising entfallen.

Weltweit zeigen sich vergleichbare Trends. Nach Angaben von Statista werden die weltweiten Umsätze mit digitaler Werbung im Jahr 2024 um 8,9 % auf 740,3 Mrd. USD (VJ: 679,8 Mrd. USD) steigen. Auch hier zeigt sich der anhaltende Trend, dass Werbebudgets zunehmend in digitale Kanäle wandern. Für das Jahr 2025 wird mit einem weiteren Wachstum der digitalen Werbeausgaben von knapp 8,0 % gerechnet, bevor in den Jahren 2026 und 2027 mit einer geringeren Wachstumsdynamik von jeweils 6,8 % gerechnet wird.

### Fazit

Die SYZYGY AG ist gut positioniert, um am erwarteten Wachstum im Bereich der DX-Dienstleistungen zu partizipieren. Dies insbesondere, da die Kunden ein vielfältiges Leistungsspektrum erwarten, was durch das breite Produktangebot der SYZYGY AG gewährleistet ist. Zugleich liegen auch auf Einzeldienstleistungsebene hohe Marktchancen in Deutschland und weltweit vor. Die digitalen Werbeausgaben sollen sowohl in Deutschland als auch weltweit im hohen einstelligen Prozentbereich wachsen, was im Vergleich zur konjunkturellen Entwicklung eine überproportionale Wachstumserwartung darstellt.



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 2024

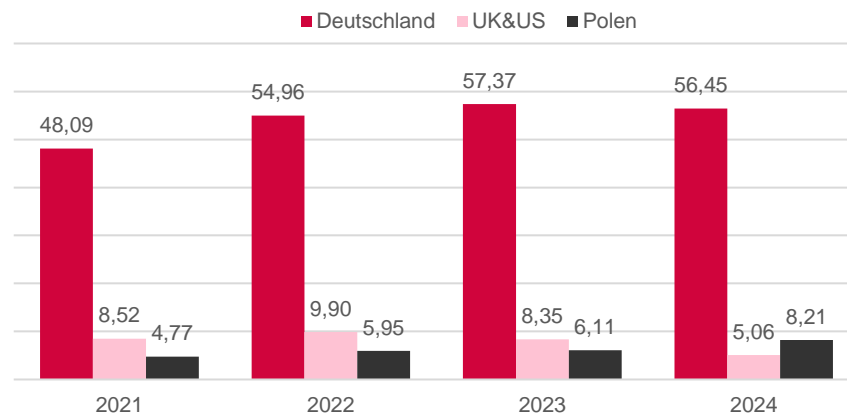
GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatzerlöse	60,12	70,61	71,74	69,43
davon Deutschland	48,09	54,96	57,37	56,45
davon UK & USA	8,52	9,90	8,35	5,06
davon Polen	4,77	5,95	6,11	8,21
EBIT (vor Goodwill-Afa)	6,38	6,21	4,08	5,67
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	10,6%	8,8%	5,7%	8,2%
EBIT (nach Goodwill-Afa)	6,38	-5,20	-0,66	-10,98
EBIT-Marge (nach Goodwill-Afa)	10,6%	-7,4%	-0,9%	-15,8%
Jahresüberschuss*	4,02	-7,50	-2,92	-13,31

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; \*nach Minderheiten

### Umsatzentwicklung 2024

Bereits mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hatte die SYZYGY AG für das abgelaufene Geschäftsjahr 2024 eine rückläufige Umsatzentwicklung präsentiert, die nun mit der Vorlage des Geschäftsberichts 2024 bestätigt wurde. Der Umsatzrückgang um 3,2 % auf 69,43 Mio. € (VJ: 71,74 Mio. €) liegt im Rahmen der zuletzt mit Veröffentlichung des 9-Monatsberichts 2024 angepassten Guidance (Umsatz 3 % unter Vorjahreswert). Auch im Vergleich zu unseren Schätzungen (GBC-Prognose: 69,59 Mio. €) stellt dies eine Punktlandung dar.

### Umsatzerlöse aufgeteilt nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Das niedrigere Umsatzniveau ist insbesondere auf einen deutlichen Umsatzrückgang im Segment UK & US in Höhe von 3,29 Mio. € zurückzuführen. Die in diesem Segment tätigen Gesellschaften waren vom Wegfall eines größeren Etats betroffen, der sich nach unseren Erkenntnissen auf ca. 3,5 Mio. € belief. Ohne diesen Verlust wäre in diesem Segment sogar ein leichtes Wachstum möglich gewesen.

Gleichzeitig setzte sich in Deutschland die bereits in den vergangenen Geschäftsjahren zu verzeichnende Nachfrageschwäche im Bereich der Transformationsberatung (Transformational Consulting Services) aufgrund der negativen konjunkturellen Rahmenbedingungen fort, was wesentlich zum Umsatzrückgang um 0,92 Mio. € auf 56,45 Mio. € (VJ: 57,37 Mio. €) beitrug. Aufgrund der konjunkturellen Vorgaben werden insbesondere Beratungsprojekte, die überwiegend von der Tochtergesellschaft different GmbH erbracht werden, auf den Prüfstand gestellt



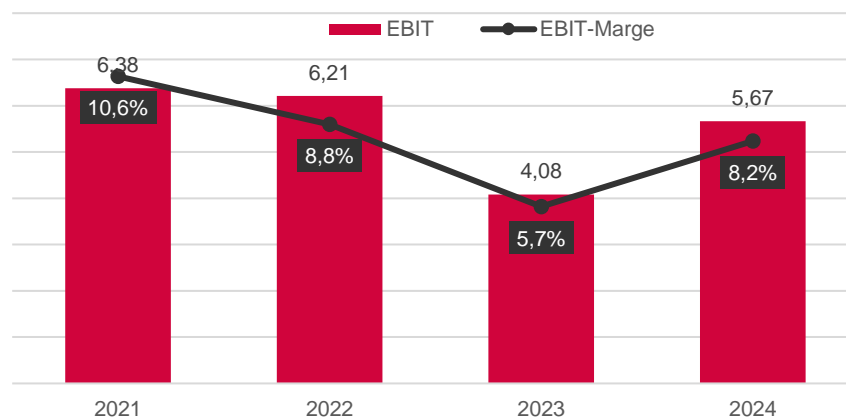
bzw. verschoben. Die grundsätzlich positive Entwicklung im Bereich Digital Experience stand in Deutschland einem stärkeren Umsatzrückgang entgegen.

Ebenfalls positiv entwickelte sich die Nachfrage nach CGI-Leistungen der polnischen Gesellschaft Ars Thanea, die mit einem Umsatzanstieg um 2,10 Mio. € auf 8,21 Mio. € (VJ: 6,11 Mio. €) einen neuen Rekordwert erreichte. Zwischen 2021 und 2024 hat Ars Thanea das Umsatzniveau von 4,77 Mio. € auf 8,21 Mio. € nahezu verdoppelt, was einem CAGR von nahezu 20 % entspricht.

## Ergebnisentwicklung 2024

Das EBIT liegt mit -10,98 Mio. € (VJ: -0,66 Mio. €) unter dem im Rahmen der vorläufigen Zahlen veröffentlichten EBIT (vorläufiges EBIT: -8,50 Mio. €). Die für das negative Betriebsergebnis verantwortlichen Firmenwertabschreibungen fielen mit -16,64 Mio. € (Firmenwertabschreibungen nach vorläufigen Zahlen: 14,20 Mio. €) höher aus als im Vorjahr. Hierin spiegelt sich die weitere Verschlechterung der Geschäftsaussichten wider. Bereits in den letzten beiden Geschäftsjahren hatten die negativen Geschäftsaussichten, insbesondere bei der Tochtergesellschaft different GmbH, zu einer Anpassung der Geschäftsplanung und damit zu einer Wertminderung des Firmenwertes geführt. In 2024 wurde der Firmenwert der deutschen Beratungsgesellschaft um weitere -10,33 Mio. € (VJ: -4,74 Mio. €) nun weitgehend abgeschrieben. Darüber hinaus sind Firmenwertabschreibungen bei der Unique Digital UK (-3,84 Mio. €) sowie bei der SYZYGY Performance (-1,93 Mio. €) angefallen.

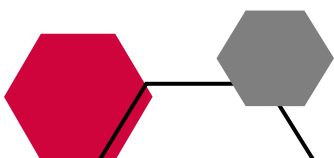
### Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

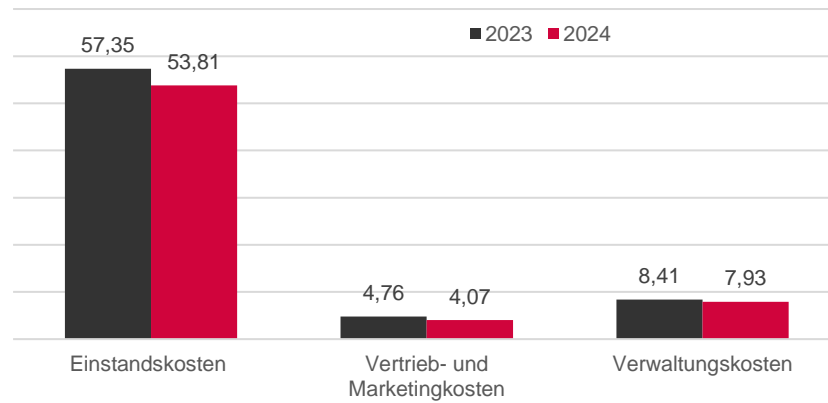
Bereinigt um die liquiditätsneutralen Goodwill-Abschreibungen liegt das EBIT, trotz Umsatzrückgang, mit 5,67 Mio. € (VJ: 4,08 Mio. €) sichtbar über dem Vorjahreswert. Die EBIT-Marge in Höhe von 8,2 % (VJ: 5,7 %) liegt dabei leicht oberhalb der letzten Unternehmens-Guidance, wonach eine EBIT-Marge von 8,0 % in Aussicht gestellt war.

Die Ergebnisverbesserung gegenüber dem Vorjahr ist eine Folge der eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen, mit denen alle operativen Kostenpositionen reduziert wurden. Einsparungsmaßnahmen wurden sowohl bei den Tochtergesellschaften des Segments UK & US als auch bei der deutschen Beratungstochter different GmbH umgesetzt. Sichtbar wird dies durch den Rückgang der im Jahresdurchschnitt beschäftigten Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter auf 562 (VJ: 615). Zudem reduzierte sich die Anzahl der freien Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter von



46 (2023) auf 26 (2024) und damit gleichzeitig die Herstellungskosten der erbrachten Leistungen um 6,2 % auf 53,81 Mio. € (VJ: 57,35 Mio. €). Die Vertriebs- und Marketingaufwendungen lagen um 14,6 % und die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen um 5,7 % unter dem Vorjahreswert:

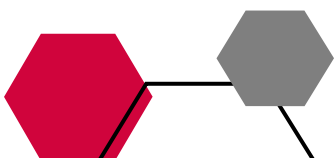
#### Entwicklung der drei wichtigen Kostenblöcke (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Das Finanzergebnis in Höhe von -0,60 Mio. € (VJ: -1,29 Mio. €) war im Geschäftsjahr 2024 nach der nahezu vollständigen Rückführung der Finanzverbindlichkeiten auf 1,00 Mio. € (31.12.23: 4,50 Mio. €) im Wesentlichen durch Leasingaufwendungen (IFRS 16) geprägt. Im Geschäftsjahr 2023 waren im Finanzergebnis zudem Wertminderungen auf damals gehaltene Wertpapiere enthalten, die zwischenzeitlich vollständig veräußert wurden.

Da Firmenwertabschreibungen steuerlich nicht abzugsfähig sind, ergab sich ein Steueraufwand in Höhe von 1,58 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €). Unter dem Strich weist die SYZYGY AG somit ein Ergebnis nach Steuern in Höhe von -13,31 Mio. € (VJ: -2,92 Mio. €) aus. Damit führten im dritten Geschäftsjahr in Folge Firmenwertabschreibungen zu erheblichen Ergebnisbelastungen.



## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2024

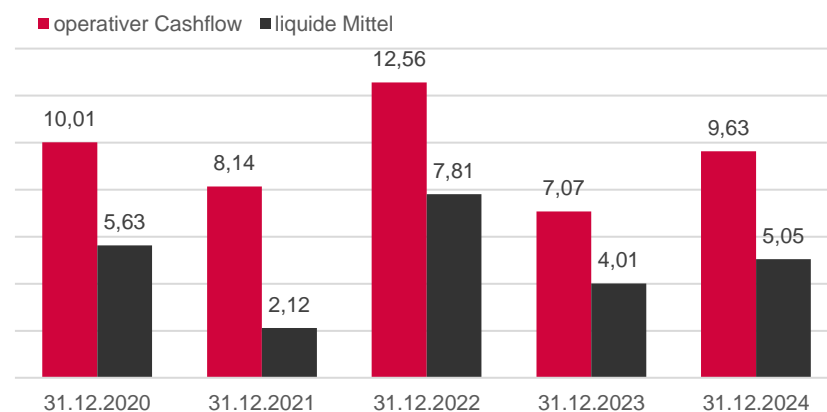
in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024
Eigenkapital	56,25	45,10	40,22	27,63
EK-Quote	49,6%	45,5%	46,1%	40,8%
Goodwill	55,02	43,04	38,91	22,90
Operatives Anlagevermögen	29,67	26,85	19,93	17,83
davon IFRS 16	22,20	20,44	14,95	13,77
Bankverbindlichkeiten	3,42	8,00	4,50	1,00
Liquide Mittel	3,75	8,90	4,00	5,05
Cashflow (operativ)	8,14	12,56	7,07	9,63
Cashflow (Investition)	-4,51	-1,20	0,18	-0,56
Cashflow (Finanzierung)	-7,09	-5,79	-10,90	-8,16

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Abschreibungen der Firmenwerte in Höhe von 16,64 Mio. € (VJ: 4,74 Mio. €) haben das Bilanzbild ebenfalls wesentlich beeinflusst. Auf der Aktivseite führte dies zu einer Reduktion der langfristigen Vermögenswerte, der auf der Passivseite eine erfolgswirksame Verringerung des Eigenkapitals auf 27,63 Mio. € (31.12.23: 40,22 Mio. €) gegenübersteht. Aufgrund der daraus resultierenden Bilanzverkürzung ist die Eigenkapitalquote mit 40,8 % (31.12.23: 46,1 %) vergleichsweise stabil geblieben. In der Tendenz haben die in den letzten drei Geschäftsjahren vorgenommenen Firmenwertabschreibungen das Eigenkapital insgesamt deutlich reduziert.

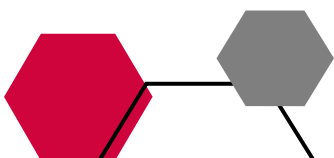
Die Liquiditätsneutralität der Firmenwertabschreibungen zeigt sich im operativen Cashflow von 9,63 Mio. € (VJ: 7,07 Mio. €), der in etwa auf EBITDA-Niveau lag. Damit konnte die SYZYGY AG den wesentlichen Teil der Bankverbindlichkeiten auf 1,00 Mio. € (31.12.23: 4,50 Mio. €) zurückführen und gleichzeitig den Bestand an liquiden Mitteln auf 5,05 Mio. € (31.12.23: 4,00 Mio. €) ausbauen:

### Operativer Cashflow und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Damit ist die Bilanz von SYZYGY zum 31.12.24 nahezu frei von Bankverbindlichkeiten. Bei den verzinslichen Verbindlichkeiten in Höhe von 17,86 Mio. € (31.12.23: 19,95 Mio. €), die den überwiegenden Teil des Fremdkapitals ausmachen, handelt es sich um Leasingverbindlichkeiten nach IFRS 16, die planmäßig „verbraucht“ und damit getilgt werden.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV in Mio. €	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	69,43	63,18	66,34	69,66
davon Deutschland	56,45	48,82	50,97	53,18
davon UK & USA	5,06	6,07	6,25	6,44
davon Polen	8,21	8,29	9,12	10,03
EBIT (vor Goodwill-Afa)	5,67	4,45	5,37	6,13
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	8,2%	7,0%	8,1%	8,8%
EBIT (nach Goodwill-Afa)	-10,98			
EBIT-Marge (nach Goodwill-Afa)	-15,8%			
Jahresüberschuss	-13,31	2,78	3,41	3,88

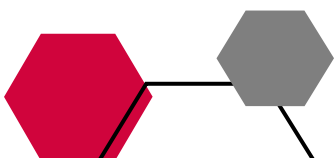
Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts hat das Management der SYZYG AG die Guidance leicht reduziert. Für das laufende Geschäftsjahr 2025 wird nun ein Umsatzrückgang im hohen einstelligen Prozentbereich erwartet (bisher: Umsatzrückgang im mittleren einstelligen Prozentbereich). Gleichzeitig wird eine EBIT-Marge von 7 % (bisher: 8 %) in Aussicht gestellt, was einem EBIT von rund 4,5 Mio. € entsprechen würde. Ein weiterer Abschreibungsbedarf auf Firmenwerte ist wie bisher nicht in den Prognosen enthalten und wird vom Management auch nicht erwartet. Wir schätzen das Risiko weiterer Abschreibungen als sehr gering ein, zumal der Firmenwert der Beratungsgesellschaft different GmbH bis auf einen Restbetrag von 0,32 Mio. € vollständig abgeschrieben ist. Die übrigen Geschäftseinheiten, denen ein Goodwill zugeordnet ist (SYZYG Performance, Ars Thanea, Unique Digital UK), weisen solide bzw. positive Geschäftsaussichten auf.

### Umsatzprognose 2025 - 2027

Der für das laufende Geschäftsjahr erwartete Umsatzrückgang ist auf die derzeit schwache Marktsituation, insbesondere im Beratungsbereich, zurückzuführen. Dies wird sich voraussichtlich stärker auf die Umsätze im Segment **Deutschland** auswirken, so dass wir hier mit einem deutlichen Umsatzrückgang auf 48,82 Mio. € (VJ: 56,45 Mio. €) rechnen. Neben der erwarteten Schwäche im Beratungsgeschäft dürfte sich auch der Wegfall des Lufthansa-Etats deutlich bemerkbar machen. Hier rechnen wir mit einem Verlust im niedrigen einstelligen Millionenbereich. Obwohl neue Kunden gewonnen werden konnten, dürfte das Umsatzvolumen noch unter dem des Lufthansa-Etats liegen, so dass wir auch außerhalb des deutschen Beratungsgeschäfts mit einer rückläufigen Umsatzentwicklung rechnen.

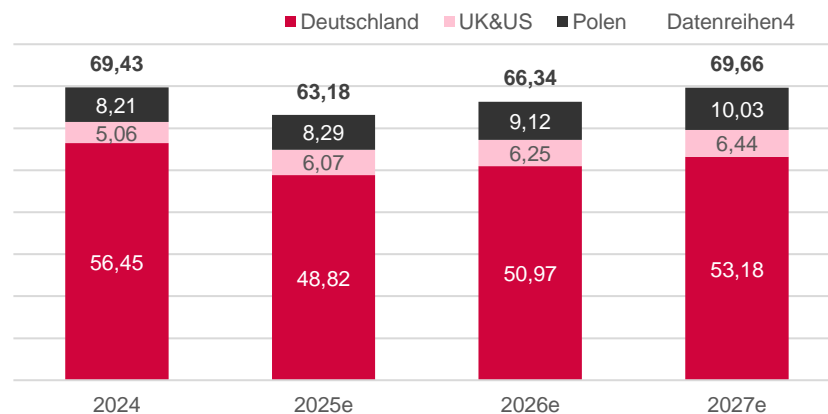
Zwar liefert die aktuelle Marktlage keine erkennbaren Wachstumsimpulse, aber die größte Konjunkturabhängigkeit weist das Beratungsgeschäft auf, das umsatzmäßig nur noch eine untergeordnete Rolle spielt. Damit sinkt die Konjunkturabhängigkeit der Gesellschaft. Nach dem Übergangsjahr 2025 erwarten wir für den Zeitraum ab 2026, ausgehend von einer niedrigeren Umsatzbasis, eine Rückkehr zum Umsatzwachstum. 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 mit Hilfe von „KI“ selbst Dienstleistungen erbringen. Im Gegenzug steigt der Bedarf an Implementierung und Beratung. Bereits heute entwickelt die SYZYG AG KI-Agenten im Wissensmanagement zur Optimierung interner Prozesse von Unternehmen. Insgesamt wird der technologische Wandel zu einer Neustrukturierung der Umsätze führen.



Das Segment **UK & USA** sollte nach unserer Einschätzung mit Umsatzerlösen in Höhe von 6,07 Mio. € (VJ: 5,06 Mio. €) wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr noch von einem signifikanten Budgetverlust geprägt war, berichtet der Vorstand von einer Belebung des Neukundengeschäfts. Auswirkungen der erratischen US-Zollpolitik sind in diesem Segment nicht zu erwarten, zumal das US-Geschäft nur eine untergeordnete Rolle spielt. Für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 unterstellen wir in diesem Segment ein Umsatzwachstum von jeweils 3,0 %.

Für die Tochtergesellschaft Ars Thanea, die allein das regionale Segment **Polen** repräsentiert, erwarten wir zunächst eine Seitwärtsbewegung des Umsatzes, bevor wir für die kommenden Geschäftsjahre mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses kalkulieren. Im laufenden Geschäftsjahr könnte sich der Wegfall von Durchlaufposten bemerkbar machen. Dabei handelt es sich um direkte Kosten für Produkte oder Dienstleistungen Dritter, die umsatzwirksam weiterberechnet wurden.

#### Umsatzprognosen nach Segmenten (in Mio. €)

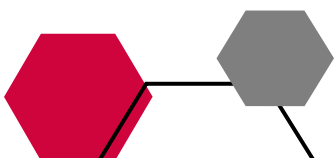


Quelle: GBC AG

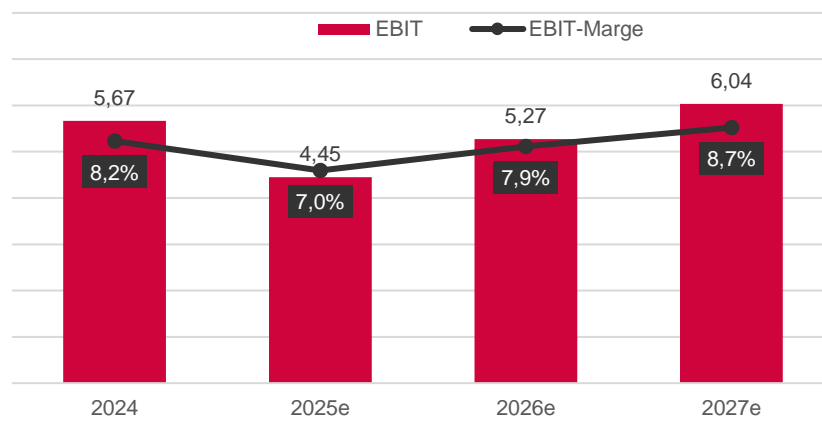
#### Ergebnisprognose 2025 – 2027

Das laufende Übergangsjahr wird nicht nur auf Umsatzebene von einer rückläufigen Entwicklung geprägt sein, auch das geplante EBIT in Höhe von rund 4,5 Mio. € (bereinigtes EBIT VJ: 5,67 Mio. €) wird voraussichtlich deutlich unter dem Vorjahreswert liegen. Dies ist im Wesentlichen auf den erwarteten Umsatzrückgang zurückzuführen, dem nach Erreichen einer niedrigen Kostenbasis nur noch geringe Einsparpotenziale gegenüberstehen. Darüber hinaus könnten weitere mögliche Reststrukturierungsmaßnahmen aufgrund des schwachen wirtschaftlichen Umfeldes anfallen.

An den grundsätzlichen Ergebnispotenzialen der Gesellschaft ändert sich im laufenden Geschäftsjahr nichts. Zum einen treffen die von uns für die Geschäftsjahre ab 2026 erwarteten Umsatzsteigerungen auf eine verschlankte Kostenstruktur, was sich in einem überproportionalen Ergebnisanstieg niederschlagen sollte. Zum anderen sollte es im Zuge des Technologiewandels zu einer stärkeren Fokussierung auf margenstarke Umsätze kommen, was ebenfalls mit einer Verbesserung der Profitabilität einhergehen sollte. Schließlich erwarten wir nach dem Erreichen des EBIT-Breakeven auf bereinigter Basis im Segment UK & US einen überproportionalen Ergebnisanstieg in dieser Region.



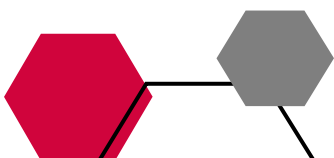
**EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)**



Quelle: GBC AG

Während wir für den konkreten Prognosezeitraum, konservativ, mit einer EBIT-Marge im hohen einstelligen Prozentbereich rechnen, dürfte mittelfristig ein zweistelliges Rentabilitätsniveau erreicht werden. Dies haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt.

Mit der erwarteten Rückkehr in die Gewinnzone auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses sollte die SYZYGY GROUP ab dem kommenden Jahr wieder in der Lage sein, Dividenden auszuschütten.



## Bewertung

### Modellannahmen

Die SYZYGY GROUP wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % (bisher: 16,0 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY GROUP werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

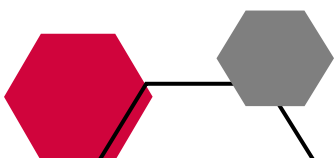
Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basis-punkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50 % (bisher: 2,50 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,17 (bisher: 1,17). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,92 % (bisher: 8,92 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,37 % (bisher: 8,37 %).

### Bewertungsergebnis

Aufgrund der gegenüber unserer bisherigen Studie leichten Reduktion der Prognosen für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 haben wir im Rahmen des Bewertungsmodells ein leicht niedrigeres Kursziel in Höhe von 5,30 € (bisher: 5,50 €) ermittelt.



## DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	63,18	66,34	69,66	73,14	76,80	80,64	84,67	88,90	
Umsatzwachstum	-9,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA	8,85	9,72	10,43	10,95	11,49	12,07	12,67	13,31	
EBITDA-Marge	14,0%	14,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	4,45	5,37	6,13	6,65	7,13	7,61	8,12	8,67	
EBITA-Marge	7,0%	8,1%	8,8%	9,1%	9,3%	9,4%	9,6%	9,7%	11,1%
NOPLAT	3,11	3,76	4,29	4,65	4,99	5,33	5,69	6,07	
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Anlagevermögen (OAV)	18,26	18,57	18,97	19,27	19,67	20,07	20,47	20,77	
Investiertes Kapital	16,26	17,07	18,97	19,27	19,67	20,07	20,47	20,77	
Kapitalrendite	20,1%	23,1%	25,1%	24,5%	25,9%	27,1%	28,3%	29,6%	33,9%
EBITDA	8,85	9,72	10,43	10,95	11,49	12,07	12,67	13,31	
Steuern auf EBITA	-1,33	-1,61	-1,84	-1,99	-2,14	-2,28	-2,44	-2,60	
Veränderung OAV	-4,83	-4,66	-4,70	-4,60	-4,77	-4,86	-4,95	-4,94	
Veränderung WC	-0,33	-0,50	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	2,36	2,95	2,39	4,35	4,59	4,93	5,29	5,77	103,91

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

Ermittlung fairer Wert		GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft		80,55	84,34
Barwert expliziter FCFs		21,35	20,19
Barwert Continuing Value		59,20	64,16
Nettoschulden		8,56	7,55
Wert des Eigenkapitals		71,99	76,79
Fremde Gewinnanteile		-0,38	-0,41
Wert des Aktienkapitals		71,61	76,38
Ausstehende Aktien in Mio.		13,50	13,50
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>		<b>5,30</b>	5,66

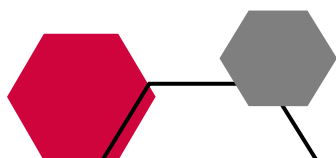
Sensitivitätsanalyse						
		WACC				
		7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
Kapitalrendite	32,4%	6,21	5,60	5,10	4,67	4,31
	33,1%	6,34	5,72	5,20	4,76	4,39
	33,9%	6,47	5,83	<b>5,30</b>	4,86	4,47
	34,6%	6,60	5,95	5,41	4,95	4,56
	35,4%	6,73	6,07	5,51	5,04	4,64



## KENNZAHLEN IM ÜBERBLICK

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatzerlöse	71,74	69,43	63,18	66,34	69,66
Einstandskosten	-57,35	-53,81	-49,03	-51,08	-53,22
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14,39</b>	<b>15,62</b>	<b>14,15</b>	<b>15,26</b>	<b>16,44</b>
Vertriebs- und Marketingkosten	-4,76	-4,07	-4,12	-4,28	-4,41
Allgemeine Verwaltungskosten	-8,41	-7,93	-7,69	-8,00	-8,24
Sonstiges betriebliches Ergebnis	2,86	2,04	2,11	2,40	2,34
Afa auf Goodwill	-4,74	-16,64	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>-0,66</b>	<b>-10,98</b>	<b>4,45</b>	<b>5,37</b>	<b>6,13</b>
Finanzergebnis	-1,29	-0,60	-0,47	-0,47	-0,55
<b>EBT</b>	<b>-1,95</b>	<b>-11,58</b>	<b>3,98</b>	<b>4,90</b>	<b>5,58</b>
Steuern	-0,81	-1,58	-1,19	-1,47	-1,67
Minderheiten	-0,15	-0,15	-0,02	-0,02	-0,02
<b>EAT</b>	<b>-2,92</b>	<b>-13,31</b>	<b>2,77</b>	<b>3,41</b>	<b>3,88</b>
EBITDA	9,32	10,02	8,85	9,72	10,43
EBITDA-Marge	13,0%	14,4%	14,0%	14,7%	15,0%
EBIT vor Goodwill	4,08	5,67	4,45	5,37	6,13
EBIT-Marge	5,7%	8,2%	7,0%	8,1%	8,8%
Ergebnis je Aktie in €	-0,22	-0,99	0,20	0,25	0,29
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,15	0,18	0,20

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 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

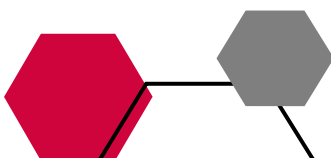
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

#### § 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.

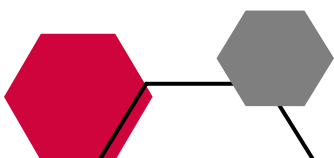
**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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:**

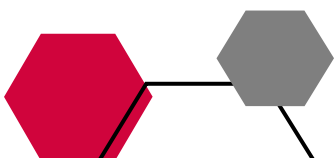
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

**§ 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)**