GBC AG
Investment Research

SYZYGY Gruppe*1,5a,7,11

Operative Ergebnisverbesserung erreicht, Weitere Rentabilitäts-verbesserungen in Sicht; Rating: „KAUFEN“

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

Mitarbeiter: 432 (30.09.2026)
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, die Creative Company Ars Thanea und die Strategieberatung diffferent zur Gruppe. Die rund 440 Spezialisten der SYZYGY Gruppe betreuen Marken wie Audi, Beiersdorf, Biedronka, BMW, 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	51,02	52,55
EBIT-vor Goodwill-Afa	-1,17	1,50	2,07	2,63
EBIT-nach Goodwill-Afa	-8,88	1,50	2,07	2,63
Jahresüberschuss	-9,31	0,84	1,25	1,65
Gewinn je Aktie	-0,69	0,06	0,09	0,12
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,05	0,10
EV/Umsatz	0,44	0,50	0,49	0,47
EV/EBIT – vor Goodwill-Afa	neg.	16,59	9,43	6,18
KGV	neg.	17,66	11,92	9,03
KBV	0,84			

Investment Case

- **Operative Stabilisierung**: Trotz eines Umsatzrückgangs um 13,8 % auf 37,75 Mio. € konnte die SYZYGY Gruppe das EBIT in den ersten neun Monaten 2026 auf 0,89 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €) deutlich steigern.
- **Restrukturierungsmaßnahmen zeigen Wirkung**: Die umfangreichen Kosteneinsparungen, insbesondere im deutschen Beratungs- und Performance-Marketing-Geschäft, haben die operative Kostenbasis nachhaltig reduziert und bilden die Grundlage für weitere Ergebnisverbesserungen.
- **Steigende Profitabilität im Auslandsgeschäft**: Die positive Entwicklung der Segmente UK & US sowie Polen trägt zunehmend zur Ergebnisverbesserung bei.
- **Margensteigerungspotenzial**: Zusätzliche Einsparmöglichkeiten, insbesondere bei den Personal- und Standortkosten, dürften auch in den kommenden Geschäftsjahren zu einer sukzessiven Verbesserung der operativen Rentabilität beitragen.
- **Wachstumspotenziale durch KI und Digitalisierung**: Die Integration künstlicher Intelligenz in bestehende Geschäftsprozesse eröffnet neue Geschäftsmöglichkeiten.
- **Prognoseanpassung**: Aufgrund der verhaltenen Marktperspektiven haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für 2027 und 2028 reduziert. Trotz der Anpassungen erwarten wir eine weitere Verbesserung der operativen Profitabilität.

Rating: KAUFEN
Kursziel: 2,30 EUR (alt: 2,70 EUR)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs 02.11.26	1,10 EUR
Börsenplatz	XETRA
ISIN	DE0005104806
WKN	510480
Aktienzahl (in Mio.)	13,50
MCap (in Mio. EUR)	14,85
Enterprise Value (in Mio. EUR)	24,89
Transparenzlevel	Prime Standard
Marktsegment	Regulierter Markt
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	IFRS

Aktionärsstruktur

WPP	50,3%
Free Float	49,7%

Finanztermine

23.-25.11.26 Dt. EK-Forum

Analysten

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

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.08.26: RS / 2,70 / KAUFEN
06.05.26: RS / 2,70 / KAUFEN
10.04.26: RS / 2,70 / KAUFEN
06.02.26: RS / 2,70 / KAUFEN
07.11.25: RS / 4,15 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 04.11.2026 (08:21 Uhr)
Erste Weitergabe: 04.11.2026 (10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2027

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 10

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 7.

Hinweis gemäß MiFID-II-Regulierung für Research „Geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG die Voraussetzungen für die Einstufung als „geringfügige nichtmonetäre Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu finden Sie in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

Hinweis zu Issuer-Sponsored Research: Vorliegende Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde in Übereinstimmung mit dem EU-Verhaltenskodex (EU Code of Conduct) für Issuer-Sponsored Research erstellt.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9M 2026

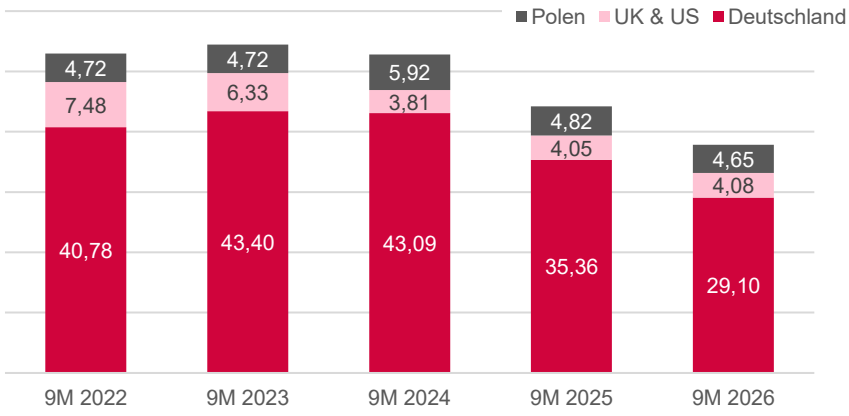
GuV (in Mio. €)	9M 2024	9M 2025	9M 2026
Umsatzerlöse	52,57	43,78	37,75
davon Deutschland	43,09	35,36	29,10
davon UK & USA	3,81	4,05	4,08
davon Polen	5,92	4,82	4,65
EBIT	4,32	0,01	0,89
Periodenergebnis nach Minderheiten	2,58	-0,22	0,48

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9 Monate 2026

Die SYZYGY AG verzeichnete im dritten Quartal 2026 mit Umsatzerlösen in Höhe von 12,52 Mio. € erwartungsgemäß eine im Vergleich zu den Vorquartalen (Q1: 12,90 Mio. €; Q2: 12,33 Mio. €) konstante Umsatzentwicklung. Auf Sicht der ersten neun Monate liegen die Umsätze mit 37,75 Mio. € (VJ: 43,78 Mio. €) damit deutlich hinter dem Vorjahreswert zurück. Maßgeblich dafür waren Etatverluste, die die Gesellschaft in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 hinnehmen musste und die noch in den Umsätzen des vergangenen Geschäftsjahres enthalten waren. Darüber hinaus ist das Marktumfeld der SYZYGY AG nach wie vor von einer schwachen Ausschreibungsaktivität und einer restriktiven Budgetvergabe der Kunden geprägt. Gewonnene Neuaufträge, wie etwa seitens des Rhein-Main-Verkehrsverbundes (RMV), konnten den Budgetwegfall dabei nicht kompensieren.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



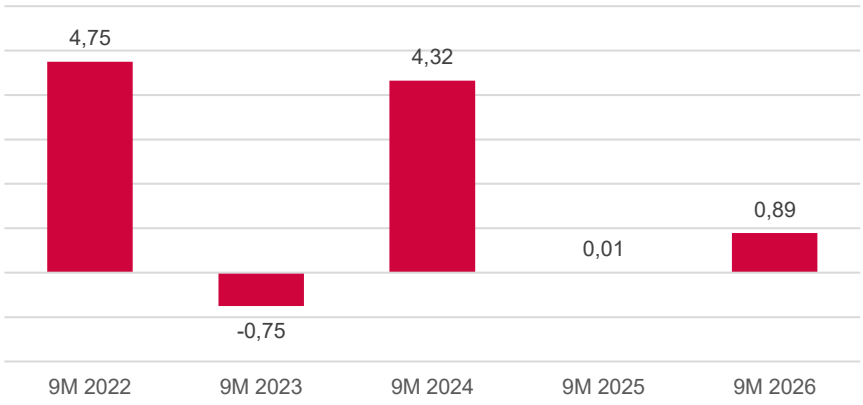
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Der Wegfall der Etats sowie die Schwäche im Bestands- und Neukundengeschäft machen sich insbesondere bei den deutschen Gesellschaften bemerkbar. Mit einem Umsatzrückgang auf 29,10 Mio. € (VJ: 35,36 Mio. €) sind sie nahezu allein für die konzernweite Umsatzschwäche verantwortlich. Demgegenüber steht die seitwärts gerichtete Entwicklung im Segment UK & US, von der das Fintech-Segment profitieren dürfte. Hier setzte sich der positive Umsatztrend auch im dritten Quartal fort, wobei insbesondere das Fintech-Geschäft zur Stabilisierung beiträgt. Auch das Segment Polen setzte auf Quartalsebene den Wachstumskurs fort und liegt mit Umsätzen in Höhe von 4,65 Mio. € (VJ: 4,82 Mio. €) derzeit knapp unter dem Vorjahreswert. Polen dürfte von einem etwas stärkeren Agenturgeschäft profitieren, welches zudem von einer wieder steigenden Nachfrage nach CGI-Leistungen begleitet wird.

Ergebnisentwicklung 9 Monate 2026

In den vergangenen Berichtsperioden hat das Management der SYZYGY AG erfolgreich Maßnahmen zur Kostenreduktion umgesetzt. Der starke Rückgang des Personalbestands auf 432 (30.09.25: 519) im Vergleich zur Vorjahresperiode hat zu einer spürbaren Reduktion der operativen Kosten geführt. Trotz der rückläufigen Umsatzentwicklung war die Gesellschaft dadurch in der Lage, das EBIT auf 0,89 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €) zu steigern. Die Kostenspareffekte führten insbesondere im abgelaufenen dritten Quartal 2026 zu einem starken Anstieg des EBIT auf 0,47 Mio. €, nachdem in den beiden vorangegangenen Quartalen ebenfalls positive EBIT-Beiträge erzielt wurden (Q1 26: 0,25 Mio. €; Q2 26: 0,17 Mio. €). Unterjährig liegt hier damit eine klar positive Ergebnistendenz vor.

EBIT auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Besonders auffällig ist die positive Entwicklung des operativen Ergebnisses der deutschen Gesellschaften. Trotz des deutlichen Umsatzrückgangs konnten sie einen Anstieg des EBIT auf 2,19 Mio. € (VJ: 1,83 Mio. €) verzeichnen. Die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen betrafen insbesondere das deutsche Beratungs- und Performance-Marketing-Geschäft. Auch die Gesellschaften des Segments „UK & US“ leisteten einen positiven Ergebnisbeitrag in Höhe von 0,29 Mio. € (VJ: -0,04 Mio. €). Zudem setzte sich im Segment „Polen“ der positive Ergebnistrend fort, sodass hier ebenso ein EBIT-Anstieg auf 0,33 Mio. € (VJ: 0,03 Mio. €) erreicht wurde. Erwähnenswert ist hier die im dritten Quartal erreichte zweistellige EBIT-Marge der Segmente „UK & US“ (10,0 %) und „Polen“ (11,5 %).

Nach Abzug des Finanzergebnisses in Höhe von -0,22 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €), in dem größtenteils IFRS-16-Aufwendungen enthalten sind, weist die SYZYGY AG ein Periodenergebnis in Höhe von 0,48 Mio. € (VJ: -0,22 Mio. €) aus. Auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses zeigt sich eine deutliche Verbesserung gegenüber dem Vorjahr, was insbesondere auf die bereits umgesetzten Kosteneinsparungen zurückzuführen ist.

Prognose und Modellannahmen

GuV in Mio. €	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 27e (alt)	GJ 27e (neu)	GJ 28e (alt)	GJ 28e (neu)
Umsatzerlöse	56,84	50,02	53,02	51,02	55,68	52,55
EBIT (vor Goodwill-Afa)	-1,17	1,50	2,64	2,07	4,03	2,63
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	-2,1%	3,0%	5,0%	4,1%	7,2%	5,0%
Jahresüberschuss	-9,31	0,84	1,65	1,25	2,63	1,64

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen hat das Management der SYZYGY AG die bereits im Geschäftsbericht 2025 veröffentlichte Prognose bestätigt. Demnach wird weiterhin mit Umsatzerlösen in Höhe von rund 50 Mio. € und einer EBIT-Marge von 3 bis 4 % gerechnet. Dies würde unverändert einem voraussichtlichen EBIT in Höhe von 1,5 bis 2,0 Mio. € entsprechen. Im vierten Quartal 2026 müsste die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von rund 12,2 Mio. € erreichen, was angesichts der stabilisierten Umsatzentwicklung sehr realistisch ist. Bislang hat sich der Quartalsumsatz des laufenden Geschäftsjahres in einem engen Korridor zwischen 12,3 und 12,9 Mio. € bewegt. Auch die bisherige EBIT-Entwicklung spricht für eine realistische Guidance. Zwar muss im vierten Quartal noch ein EBIT von mindestens 0,60 Mio. € erwirtschaftet werden, was nach einem EBIT von 0,47 Mio. € im dritten Quartal ebenfalls als erreichbar erscheint.

Nachdem die Schätzungen für das Geschäftsjahr 2026 weitestgehend erreicht werden dürften, richten wir unseren Fokus auf die Prognosen für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2027 und 2028. Bislang hatten wir für 2027 ein Umsatzwachstum in Höhe von 6,0 % und eine EBIT-Marge in Höhe von 5,0 % unterstellt. Angesichts der bisherigen Geschäftsentwicklung der SYZYGY AG, die unterjährig von fehlenden Wachstumsimpulsen geprägt war, erscheint unsere Annahme eines organischen Wachstums für 2027 zu hoch. Um das bislang erwartete Umsatzwachstum zu erreichen, müsste die SYZYGY AG einen spürbaren Anstieg beim Neugeschäft verzeichnen. Insbesondere in Deutschland, dem mit Abstand wichtigsten Markt der Gesellschaft, sind derzeit jedoch keine wesentlichen positiven Impulse aus den relevanten Kundenbranchen erkennbar. Die anhaltend zurückhaltende Investitionsbereitschaft und die geringe Ausschreibungsaktivität erschweren eine kurzfristige Kompensation der in den vergangenen Jahren weggefallenen Kundenetats. Vor diesem Hintergrund unterstellen wir für das Geschäftsjahr 2027 ein moderates Umsatzwachstum von 2,0 % auf 51,02 Mio. € (bisher: 53,02 Mio. €). Analog dazu reduzieren wir unsere Umsatzschätzung für das Geschäftsjahr 2028 auf 52,55 Mio. € (bisher: 55,68 Mio. €).

Angesichts fehlender Umsatzimpulse wird die SYZYGY AG auch in den kommenden Geschäftsjahren den Fokus verstärkt auf die Verbesserung der operativen Rentabilität legen. Die bereits umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen haben die Kostenbasis deutlich reduziert. Zusätzliches Einsparpotenzial besteht insbesondere bei den Personal- und Standortkosten. Vor allem die schrittweise Reduzierung überschüssiger Büroflächen dürfte in den kommenden Jahren zu weiteren Ergebnisverbesserungen führen. Trotz der nur moderat erwarteten Umsatzentwicklung rechnen wir daher mit einer sukzessiven Steigerung der EBIT-Marge auf 4,1 % (2027) bzw. 5,0 % (2028). Aufgrund der niedrigeren Umsatzschätzungen haben wir unsere EBIT-Prognose jedoch ebenfalls nach unten angepasst. So rechnen wir für 2027 nun mit einem EBIT in Höhe von 2,07 Mio. € (bisher: 2,64 Mio. €) und für 2028 mit einem EBIT in Höhe von 2,63 Mio. € (bisher: 4,03 Mio. €).

Bewertung

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 13,5 % (bisher: 14,1 %) 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 25 Basispunkte gerundet. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 3,50 % (bisher: 3,50 %).

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 9,92 % (bisher: 9,92 %) (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 9,27 % (bisher: 9,27 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 2,30 € (bisher: 2,70 €) ermittelt. Die Reduzierung des Kursziels ist auf unsere geringeren Prognosen für die Geschäftsjahre 2027 und 2028 sowie die darauf aufbauende Stetigkeitsphase des Modells zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating „KAUFEN”.

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	51,02	52,55	55,18	57,94	60,84	63,88	67,07	
Umsatzwachstum	-12,0%	2,0%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
EBITDA	5,10	5,57	6,13	7,45	7,82	8,21	8,62	9,05	
EBITDA-Marge	10,2%	10,9%	11,7%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	
EBITA	1,50	2,07	2,63	3,95	4,22	4,52	4,85	5,19	
EBITA-Marge	3,0%	4,1%	5,0%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	7,7%	8,6%
NOPLAT	1,05	1,45	1,84	2,76	2,95	3,16	3,39	3,63	
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%	10,8%	12,8%	16,8%	17,5%	18,3%	19,2%	20,1%	22,2%
EBITDA	5,10	5,57	6,13	7,45	7,82	8,21	8,62	9,05	
Steuern auf EBITA	-0,45	-0,62	-0,79	-1,18	-1,26	-1,36	-1,45	-1,56	
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	0,45	-0,16	2,26	2,55	2,76	2,99	3,33	51,27

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	1,17
Eigenkapitalkosten	9,92%
Zielgewichtung	90,00%
Fremdkapitalkosten	4,50%
Zielgewichtung	10,00%
Taxshield	24,99%
WACC	**9,27%**

Ermittlung fairer Wert	GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft	36,69	39,65
Barwert expliziter FCFs	9,13	9,53
Barwert Continuing Value	27,57	30,12
Nettoschulden	9,10	8,36
Wert des Eigenkapitals	27,60	31,29
Fremde Gewinnanteile	-0,25	-0,28
Wert des Aktienkapitals	27,35	31,01
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	2,03	**2,30**

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		8,3%	**8,8%**	**9,3%**	**9,8%**	**10,3%**
Kapitalrendite	**20,7%**	2,60	2,35	2,13	1,95	1,79
	21,5%	2,70	2,44	2,21	2,02	1,85
	22,2%	2,80	2,53	**2,30**	2,10	1,92
	23,0%	2,90	2,62	2,38	2,17	1,99
	23,7%	3,00	2,71	2,46	2,25	2,06

ANHANG

§1 Research unter MiFID II – geringfügige nichtmonetäre Zuwendung

I. Zwischen der GBC AG als Researchanbieter und dem Emittenten besteht eine Vereinbarung über die unabhängige Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research über den jeweiligen Emittenten. Die GBC AG wird hierfür vom Emittenten vergütet. Die bestehende Vertrags- und Vergütungsbeziehung wird in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

II. Die Researchstudie wird nicht exklusiv einzelnen Wertpapierfirmen, Kunden oder Investoren zur Verfügung gestellt, sondern interessierten Wertpapierfirmen bzw. der Allgemeinheit zugänglich gemacht.

III. Vollständig vom Emittenten vergütetes Issuer-Sponsored Research wird öffentlich und kostenfrei verfügbar gemacht.

IV. Schriftliches Researchmaterial, das von einem Emittenten beauftragt und bezahlt wird, kann unter den Voraussetzungen des Art. 12 Abs. 3 Buchst. b der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 als zulässige geringfügige nichtmonetäre Zuwendung eingestuft werden, sofern die Vertragsbeziehung klar offengelegt wird und das Material interessierten Wertpapierfirmen oder der Allgemeinheit zugänglich gemacht wird.

V. Vorliegendes Research erfüllt nach Einschätzung der GBC AG diese Voraussetzungen. Die abschließende regulatorische Beurteilung der Annahme und Verwendung der Researchstudie obliegt der jeweils empfangenden Wertpapierfirma unter Berücksichtigung ihrer eigenen regulatorischen Verpflichtungen und Kundenbeziehungen.

VI. Soweit die Researchstudie nicht durch einen Emittenten oder einen sonstigen Auftraggeber beauftragt wird, erfolgt die Erstellung auftragsunabhängig und ohne Beeinflussung durch Dritte.

§2 Issuer-Sponsored Research gemäß EU-Verhaltenskodex

I. Einordnung und Vergütung

Diese Researchstudie ist Issuer-Sponsored Research und wurde von der GBC AG in Übereinstimmung mit dem jeweils anwendbaren EU-Verhaltenskodex für Issuer-Sponsored Research erstellt.

Der Emittent hat die GBC AG vollständig für die Erstellung, Veröffentlichung und laufende Aktualisierung dieser Researchstudie vergütet. Die vereinbarte Vergütung ist fix. Sie ist weder direkt noch indirekt an den Inhalt der Researchstudie, die Empfehlung, das Rating, das Kursziel, die Bewertung, die Kursentwicklung, die Investorennachfrage, die Kapitalmarktreaktion oder die Zufriedenheit des Emittenten gekoppelt.

II. Öffentliche Verfügbarkeit

Diese Researchstudie ist als „öffentlich“ klassifiziert und wird der Allgemeinheit öffentlich und kostenfrei zur Verfügung gestellt. Die Studie kann über die Website der GBC AG, Researchportale, E-Mail-Verteiler, Finanzdatenplattformen, Börsenveröffentlichungssysteme, Medien, Datenanbieter und sonstige geeignete Verbreitungskanäle veröffentlicht und verbreitet werden.

III. Unabhängigkeit und Verantwortung

Analyse, Methodik, Bewertungsansatz, Annahmen, Empfehlung, Rating, Kursziel, Investment Case und Schlussfolgerungen liegen ausschließlich in der Verantwortung der GBC AG und der verantwortlichen Analysten.

Die entgeltliche oder gesponserte Natur der Researchstudie darf die Unabhängigkeit und Objektivität der Analyse nicht beeinträchtigen. Die GBC AG, ihre Analysten und sonstigen relevanten Personen versprechen dem Emittenten keine positive Coverage, keine günstige Empfehlung, kein bestimmtes Rating, kein bestimmtes Kursziel und keine bestimmte Kapitalmarktreaktion.

IV. Interessenkonflikte

Die Interessenkonflikt-Policy und weitere Offenlegungen können auf der Website der GBC AG unter der Rubrik „Offenlegung“ eingesehen werden.

V. 5%-Umsatzschwelle

Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überschritten im vorherigen Geschäftsjahr nicht 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG.

VI. Vertrags- und Kundenbeziehung

Der Emittent ist Auftraggeber und Kunde der GBC AG. Innerhalb der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung dieser Researchstudie bestand eine vertragliche Beziehung zur entgeltlichen Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung von Research.

Zudem hat der Emittent in den vergangenen 12 Monaten kostenpflichtig an Investorenkonferenzen von GBC AG teilgenommen und nimmt voraussichtlich auch im laufenden Jahr an kostenpflichtigen Investorenkonferenzen und Roadshows teil.

VII. Externe Researchanalysten

An der Erstellung dieser Researchstudie hat kein externer bzw. dritter Researchanalyst wesentlich mitgewirkt.

VIII. Draft Review

Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Ein solcher Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil und keine Investment Conclusion. Der Emittent hatte kein Recht, die Researchstudie freizugeben, zu ändern, zu blockieren, zu verzögern oder ihre Veröffentlichung zu verhindern. Die GBC AG entschied unabhängig, ob und in welchem Umfang sachlich oder rechtlich begründete Hinweise berücksichtigt wurden.

§3 Disclaimer/Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen dieser Studie stammen aus Quellen, welche die GBC AG für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt darauf verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Tatsachen und die dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind.

Trotz dieser Sorgfalt kann weder ausdrücklich noch stillschweigend eine Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen übernommen werden. Informationen können unvollständig, verkürzt oder zusammengefasst sein. Weder die GBC AG noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, die aufgrund der Nutzung dieses Dokuments, seines Inhalts oder auf andere Weise im Zusammenhang mit diesem Dokument entstehen, soweit ein Haftungsausschluss rechtlich zulässig ist.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb, zur Zeichnung, zum Halten oder zur Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstigen Finanzinstruments dar. Es darf weder vollständig noch teilweise als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag verwendet oder in diesem Zusammenhang als alleinige oder verlässliche Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.

Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem öffentlichen oder privaten Angebot von Wertpapieren eines in dieser Publikation besprochenen Unternehmens sollte ausschließlich auf Grundlage der hierfür veröffentlichten und rechtlich maßgeblichen Angebotsunterlagen, Wertpapierprospekte oder sonstigen Verkaufsdokumente getroffen werden.

Die GBC AG übernimmt keine Gewähr dafür, dass dargestellte Prognosen, Renditeerwartungen, Kursziele, Bewertungen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen eintreten. Änderungen der Annahmen, Marktbedingungen, Unternehmensentwicklung oder sonstiger Faktoren können einen wesentlichen Einfluss auf die dargestellten Ergebnisse, Prognosen und Kursziele haben.

Erträge aus Investitionen sowie die Kurse von Finanzinstrumenten unterliegen Schwankungen. Anleger können das eingesetzte Kapital teilweise oder vollständig verlieren. Anlageentscheidungen sollten unter Berücksichtigung der persönlichen Verhältnisse, Anlageziele und Risikotoleranz sowie gegebenenfalls nach Beratung durch einen entsprechend qualifizierten Anlageberater getroffen werden.

Die vorliegende Researchstudie stellt keine individuelle Anlageberatung, keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine auf die persönlichen Verhältnisse eines bestimmten Empfängers zugeschnittene Empfehlung dar.

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 gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 in ihrer jeweils geltenden Fassung anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich nicht an Privatkunden im Sinne der Regeln der Financial Conduct Authority und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden, soweit dies nach den anwendbaren Vorschriften nicht zulässig ist.

Diese Publikation stellt kein Angebot, keine Aufforderung und keine individuelle Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des Financial Services and Markets Act 2000 dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten relevanten Personen ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen ausschließlich auf ihrer Grundlage vorzunehmen.

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

Durch die Entgegennahme dieses Dokuments werden die vorstehenden Haftungsbeschränkungen und Verbreitungsbeschränkungen anerkannt, soweit dies rechtlich zulässig ist.

§4 Rechtshinweise und Offenlegungen gemäß § 85 WpHG, Art. 20 MAR und der Delegierten Verordnung (EU) 2016/958

I. Aktualisierung

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell nicht terminiert. Die GBC AG behält sich vor, die Analyse unangekündigt zu aktualisieren.

Bei Issuer-Sponsored Research bemüht sich die GBC AG während des relevanten Coverage-Zeitraums nach besten Kräften um eine zeitnahe Aktualisierung, wenn wichtige Informationen veröffentlicht werden, die voraussichtlich einen wesentlichen Einfluss auf die vom Research erfassten Finanzinstrumente haben. Die GBC AG entscheidet unabhängig, ob und in welchem Umfang ein Update erforderlich ist.

II. Empfehlungen/Einstufungen/Ratings

Die GBC AG verwendet seit dem 1. Juli 2006 ein dreistufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1. Juli 2007 beziehen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von mindestens sechs bis maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu zwölf Monaten.

Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß den nachfolgend beschriebenen Einstufungen anhand der erwarteten Rendite festgelegt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, können jedoch Anlass zu einer Überprüfung der ursprünglichen Empfehlung geben.

KAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mindestens +10 %.

HALTEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt mehr als -10 % und weniger als +10 %.

VERKAUFEN

Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel und einschließlich erwarteter Dividendenzahlungen innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts, beträgt höchstens -10 %.

Kursziele der GBC AG werden anhand des ermittelten fairen Werts je Aktie festgelegt. Dieser wird auf Grundlage allgemein anerkannter und verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse ermittelt, beispielsweise anhand eines Discounted-Cashflow-Verfahrens, eines Peer-Group-Vergleichs und/oder eines Sum-of-the-Parts-Verfahrens.

Dabei werden, soweit relevant, fundamentale Faktoren und Kapitalmaßnahmen wie Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen, M&A-Aktivitäten oder Aktienrückkäufe berücksichtigt.

III. Historische Empfehlungen

Die historischen Empfehlungen der GBC AG zu der vorliegenden Analyse können im Offenlegungsregister auf der Website der GBC AG eingesehen werden.

IV. Informationsbasis

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen über den Emittenten verwendet, die die GBC AG für zuverlässig hält. Hierzu können insbesondere Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekte, Unternehmenspräsentationen sowie sonstige öffentlich verfügbare Informationen gehören.

Darüber hinaus können Gespräche mit dem Management oder sonstigen Vertretern des analysierten Unternehmens geführt worden sein, um öffentlich bekannte Sachverhalte, die Geschäftsaktivitäten und die Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Der Emittent ist verpflichtet, nicht öffentliche, vertrauliche oder potenziell als Insiderinformationen einzustufende Informationen vor ihrer Übermittlung eindeutig als solche zu kennzeichnen. Die GBC AG kann die Entgegennahme solcher Informationen ablehnen.

V. Interessenkonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR

Die GBC AG und die verantwortlichen Analysten erklären, dass zum Zeitpunkt der Veröffentlichung hinsichtlich des in der Analyse genannten Unternehmens die nachfolgend bezeichneten bestehenden oder potenziellen Interessenkonflikte vorliegen. Eine Erläuterung der einzelnen Interessenkonflikte ist im nachfolgenden Katalog möglicher Interessenkonflikte unter § 4 Abschnitt VI enthalten.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente bestehen folgende mögliche Interessenkonflikte: (1,5a,7,11)

VI. Katalog möglicher Interessenkonflikte

(1) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen oder dem analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.

(2) Das analysierte Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.

(3) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor für Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens.

(4) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war innerhalb der letzten zwölf Monate bei einer öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten des analysierten Unternehmens federführend oder unterstützend beteiligt.

(5a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen oder dem Emittenten des analysierten Finanzinstruments eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten geschlossen. Soweit dem Emittenten vor Veröffentlichung ein Entwurf der Researchstudie zur Verfügung gestellt wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung der sachlichen Richtigkeit und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil und keine Investment Conclusion.

(5b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Unternehmens oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.

(6a) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit einem Dritten eine Vereinbarung über die entgeltliche Erstellung von Researchberichten über das analysierte Unternehmen oder Finanzinstrument geschlossen. Soweit ein Entwurf vor Veröffentlichung dem Dritten und/oder dem Emittenten zugänglich gemacht wurde, erfolgte dies ausschließlich zur Prüfung sachlicher Angaben und/oder rechtlicher oder regulatorischer Verpflichtungen. Der Entwurf enthielt keine finale oder indikative Empfehlung, kein Rating, kein Kursziel, keinen Bewertungsteil und keine Investment Conclusion.

(6b) Der Entwurf der Researchstudie wurde aufgrund berechtigter sachlicher, öffentlich überprüfbarer oder rechtlicher Hinweise des Dritten und/oder Emittenten geändert. Die Entscheidung über die Berücksichtigung der Hinweise lag ausschließlich bei der GBC AG.

(7) Der verantwortliche Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Erstellung der Researchstudie beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an dem analysierten Unternehmen.

(8) Der verantwortliche Analyst des analysierten Unternehmens ist Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans dieses Unternehmens.

(9) Der verantwortliche Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem analysierten Unternehmen vor deren öffentlicher Emission erhalten oder erworben.

(10) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat innerhalb der letzten zwölf Monate mit dem analysierten Unternehmen eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen geschlossen.

(11) Die GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat sonstige bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen. Hierzu können insbesondere die Gewinnung oder Ausübung von Mandaten sowie die Erbringung sonstiger Dienstleistungen gehören, beispielsweise die Präsentation des Unternehmens auf Investorenkonferenzen, Roundtables oder Roadshows.

(12) Das analysierte Unternehmen ist zum Zeitpunkt der Researchstudie Bestandteil eines von der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person betreuten oder beratenen Finanzinstruments oder Finanzprodukts, beispielsweise eines Zertifikats oder Fonds.

(13) Die aus der Geschäftsbeziehung mit dem analysierten Unternehmen bzw. Emittenten erzielten Erlöse, einschließlich der Vergütung für Issuer-Sponsored Research und sonstiger emittentenbezogener Erlöse, überstiegen im vorherigen Geschäftsjahr 5 % der konsolidierten Bruttoerlöse der GBC AG. Der relevante Prozentsatz sowie die zur Vermeidung oder Steuerung des daraus resultierenden spezifischen Interessenkonflikts getroffenen Maßnahmen werden in der jeweiligen Researchstudie offengelegt.

VII. Compliance

Die GBC AG hat interne regulatorische und organisatorische Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte zu identifizieren, zu vermeiden oder zu steuern und bestehende oder potenzielle Interessenkonflikte angemessen offenzulegen. Die GBC AG unterhält hierzu insbesondere eine Interessenkonflikt-Policy, ein Interessenkonfliktregister oder eine vergleichbare dokumentierte Aufzeichnung, interne Compliance- und Restricted-List-Prozesse sowie Regelungen zu persönlichen Wertpapiergeschäften und Freigabeverfahren.

Verantwortlich für die Überwachung der Einhaltung der einschlägigen Compliance-Regelungen ist die Compliance-Funktion der GBC AG. Anfragen können an compliance@gbc-ag.de gerichtet werden.

VIII. Verantwortlich für die Erstellung

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg.

Die GBC AG wird durch ihre Vorstände Manuel Hölzle und Jörg Grunwald vertreten.

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

§5. Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird dem Empfänger ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt.

Eine Vervielfältigung, Bearbeitung, Weitergabe oder sonstige Nutzung außerhalb der gesetzlichen Schranken des Urheberrechts bedarf grundsätzlich der vorherigen Zustimmung der GBC AG oder des jeweiligen Rechteinhabers.

Soweit dem Emittenten vertragliche Nutzungs- oder Veröffentlichungsrechte eingeräumt wurden, darf die Researchstudie nicht verfälscht, irreführend gekürzt, aus dem Zusammenhang gerissen oder in einer Weise verwendet werden, die einen irreführenden Eindruck hervorrufen kann.

Bei einer Veröffentlichung oder Verbreitung durch den Emittenten ist die GBC AG als Researchanbieter zu nennen und auf die vollständige Researchstudie zu verweisen.

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg Deutschland
E-Mail: compliance@gbc-ag.de