

SYZYGY GROUP*1,5a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 6,60 €
(bisher: 7,70 €)

aktueller Kurs: 2,98
30.10.24 / XETRA / 16:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 40,23
EnterpriseValue³: 59,45
³ in Mio. / in Mio. EUR
Free Float: 34,8%

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2025

* Katalog möglicher Interes-
senkonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstel-
lung: 04.11.24 (11:30 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Wei-
tergabe: 04.11.24 (14:30 Uhr)

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie
Fokus: Digitales Marketing
Mitarbeiter: 554 (30.09.2024)
Gründung: 1995
Firmensitz: Bad Homburg
Vorstand: Frank Wolfram (CEO), Erwin Greiner (CFO),
Frank Ladner (CTO)



Die SYZYGY GROUP ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für Digital Experiences. Im Jahr 1995 gegründet ist die SYZYGY GROUP 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 differenz zur Gruppe. Die rund 600 Spezialist:innen der SYZYGY GROUP 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.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	71,74	69,59	72,37	75,27
EBITDA	9,32	10,85	11,75	12,66
EBIT	-0,66	5,60	6,55	7,46
Jahresüberschuss	-2,92	3,47	3,97	4,68

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,22	0,26	0,29	0,35
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,20	0,25

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,83	0,85	0,82	0,79
EV/EBITDA	6,38	5,48	5,06	4,70
EV/EBIT	neg.	10,61	9,08	7,97
KGV	neg.	11,60	10,14	8,60
KBV	1,00			

Finanztermine

25.-27.11.2024: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

05.08.2024: RS / 7,70 / KAUFEN

06.05.2024: RS / 7,70 / KAUFEN

15.04.2024: RS / 7,70 / KAUFEN

15.02.2024: RS / 7,40 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

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“

9 Monate 2024: Leichter Umsatzrückgang trifft auf Ergebnisverbesserung; Guidance und Schätzungen reduziert; Kursziel: 6,60 €

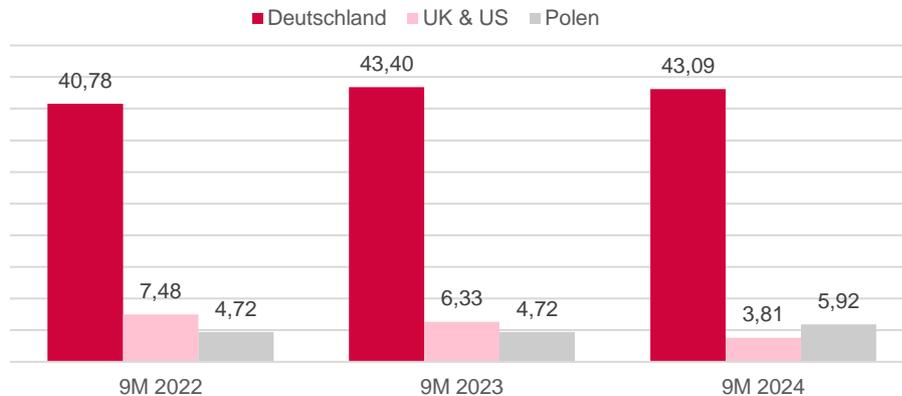
GuV (in Mio. €)	9M 2022	9M 2023	9M 2024
Umsatzerlöse	52,71	54,39	52,57
davon in Deutschland	40,78	43,40	43,09
davon in UK & US	7,48	6,33	3,81
davon in Polen	4,72	4,72	5,92
EBIT – vor Goodwill-Afa	4,75	3,93	4,32
EBIT – nach Goodwill-Afa	4,75	-0,75	4,32
Periodenergebnis vor Minderheiten	2,90	-2,71	2,58

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Umsatzentwicklung 9 Monate 2024

Die SYZYGY GROUP weist für die ersten neun Monate 2024 einen leichten Umsatzrückgang in Höhe von 3,4 % auf 52,57 Mio. € (VJ: 54,39 Mio. €) aus und liegt damit leicht unter unseren Erwartungen. In der Quartalsbetrachtung weist die Gesellschaft ein konstantes Umsatzvolumen aus (Q1: 17,56 Mio. €; Q2: 17,37 Mio. €; Q3: 17,64 Mio. €), während der Vorjahreszeitraum von einer außerordentlichen Umsatzentwicklung im ersten und dritten Quartal geprägt war. Insbesondere das erste Quartal 2023 profitierte von Nachlaufeffekten, die einen Teil des Umsatzrückgangs im laufenden Geschäftsjahr erklären.

9-Monatsumsätze nach Regionen



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Einen weiteren Erklärungsansatz liefert die nach Regionen getrennte Segmentberichterstattung. In Deutschland erwirtschafteten die SYZYGY-Gesellschaften mit 43,09 Mio. € (VJ: 43,40 Mio. €) ein gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändertes Umsatzniveau. Dabei hat sich die leicht positive Entwicklung des zweiten Quartals im dritten Quartal nicht fortgesetzt. Nach Unternehmensangaben hat sich die hohe Anzahl an Pitches, an denen die deutschen Gesellschaften teilgenommen haben, nicht materialisiert. Nach wie vor dürfte das Geschäftsfeld „Digital Experience Services“ den Rückgang im beratungsnahen Bereich „Transformational Consulting Services“, der besonders von Budgetkürzungen betroffen war, kompensiert haben.

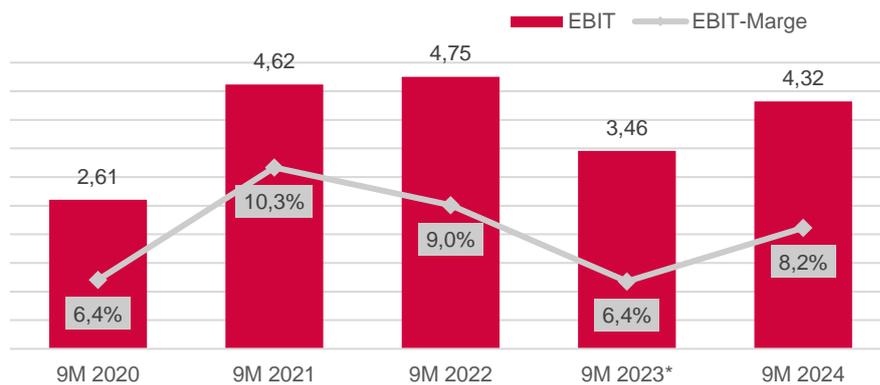
Die polnische Tochtergesellschaft Ars Thanea konnte aufgrund der hohen Nachfrage nach CGI-Dienstleistungen und im Agenturgeschäft den positiven Umsatztrend fortsetzen und weist ein Umsatzplus von 25,5 % aus. Mit einem Umsatz von 2,15 Mio. € wurde im dritten Quartal zum zweiten Mal die Marke von 2,0 Mio. € überschritten und gleichzeitig ein neuer Quartalsrekord erzielt.

Die dem Segment UK & USA zugeordneten Gesellschaften verzeichneten erwartungsgemäß einen Umsatzrückgang auf 3,81 Mio. € (VJ: 6,33 Mio. €) und sind damit hauptverantwortlich für den konzernweiten Umsatzrückgang. Hier macht sich der Wegfall eines hohen Etatverlustes in Höhe von ca. 3,5 Mio. € p.a. bemerkbar. Bereinigt um diesen Etatverlust konnten die Gesellschaften des Segments UK & USA sogar eine leichte Umsatzsteigerung erzielen.

Ergebnisentwicklung 9 Monate 2024

Das Management der SYZYGY GROUP hat auf die rückläufige Geschäftsentwicklung in UK & USA mit Kosteneinsparungen reagiert. Darüber hinaus hat die Gesellschaft auch bei der deutschen Beratungstochter different GmbH Kosten reduziert, so dass insgesamt eine sichtbare Verbesserung der Kostenquoten im Bereich der Vertriebs- und Marketingkosten sowie der Verwaltungskosten zu verzeichnen ist. Bei einer nahezu proportionalen Entwicklung der Einstandskosten konnte die SYZYGY GROUP somit trotz rückläufiger Umsatzentwicklung das operative Ergebnis verbessern. Das EBIT in Höhe von 4,32 Mio. € liegt deutlich über dem um Firmenwertabschreibungen bereinigten Vorjahreswert von 3,46 Mio. €. Auch die EBIT-Marge verbesserte sich auf 8,2 % (VJ: 6,4 %).

Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG; *bereinigt um Goodwill-AfA iHv. 4,21 Mio. €

In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2023 haben Abschreibungen auf den Firmenwert der Beratungsgesellschaft different GmbH in Höhe von 4,21 Mio. € das EBIT stark belastet. Ohne Bereinigung lag das EBIT im Vorjahr mit -0,75 Mio. € im negativen Bereich.

Dies zeigt sich auch beim Ergebnis nach Steuern, wo die SYZYGY GROUP eine deutliche Verbesserung auf 2,58 Mio. € (Vorjahr: -2,71 Mio. €) erzielen konnte. Trotz der insgesamt rückläufigen Geschäftsentwicklung, die insbesondere auf die anhaltende Umsatzschwäche in UK & USA zurückzuführen ist, konnte die SYZYGY GROUP eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielen.

Prognosen und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)	GJ 26e (alt)	GJ 26e (neu)
Umsatzerlöse	71,74	72,46	69,59	78,26	72,37	82,17	75,27
EBIT	-0,66	6,53	5,60	8,15	6,54	9,06	7,46
EBIT-Marge	-0,9%	9,0%	8,0%	10,4%	9,0%	11,0%	9,9%
Jahresüberschuss	-2,92	4,12	3,47	5,09	3,97	5,72	4,68

Quelle: GBC AG

Sowohl beim Umsatz als auch beim operativen Ergebnis liegt die SYZYGY GROUP nach den ersten drei Quartalen 2024 leicht zurück. Daher hat das Management mit der Veröffentlichung des 9-Monatsberichts 2024 die Guidance leicht nach unten angepasst. Der Umsatz soll nun auf Gesamtjahresbasis um -3 % unter dem Vorjahreswert liegen (bisherige Guidance: Umsatz auf Vorjahresniveau). Darüber hinaus erwartet das Unternehmen eine EBIT-Marge von 8,0 % (bisherige Guidance: 9,0 %).

Für das vierte Quartal erwartet das Management der SYZYGY GROUP Umsatzerlöse in Höhe von rund 17 Mio. € und ein EBIT in Höhe von rund 1,2 Mio. € und damit jeweils eine rückläufige Entwicklung im Vergleich zum dritten Quartal. Wir gehen davon aus, dass hierfür insbesondere die fehlenden Umsatzimpulse der deutschen Gesellschaften verantwortlich sind. In der ersten Hälfte des laufenden Geschäftsjahres gab es noch eine Vielzahl von Neugeschäftsanfragen, die jedoch nicht wie erwartet zu Abschlüssen geführt haben. Zudem werden anstehende Projektabschlüsse voraussichtlich zu einem niedrigeren Umsatzniveau führen. Grundsätzlich agiert die SYZYGY GROUP als Dienstleister in einem derzeit schwachen Marktumfeld, das sich insbesondere auf das Beratungsgeschäft auswirkt. Vor diesem Hintergrund gehen wir für das kommende Geschäftsjahr 2025 von einer seitwärtsgerichteten Umsatzentwicklung der deutschen Gesellschaften aus.

Die in UK & USA tätigen Gesellschaften sollten nach dem Wegfall eines hohen Budgets ab 2025 wieder steigende Umsätze erzielen. Basis hierfür sind die bereits erzielten Erfolge bei der Neukundengewinnung sowie der Ausbau bestehender Etats. Ausgehend von einem niedrigeren Umsatzniveau unterstellen wir für 2025 ein Umsatzwachstum von 10 %. Mit der gleichen Wachstumsrate kalkulieren wir für die polnische Gesellschaft Ars Thanea, die im Bereich der CGI-Dienstleistungen sowie im Agenturgeschäft einige Erfolge vorweisen kann.

Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir analog zur Guidance des Unternehmens mit Umsatzerlösen in Höhe von 69,59 Mio. € (bisherige Prognose: 72,46 Mio. €). Für die kommenden Geschäftsjahre reduzieren wir unsere Wachstumsprognosen und erwarten für 2025 Umsatzerlöse in Höhe von 72,37 Mio. € (bisherige Prognose: 78,26 Mio. €) und für 2026 in Höhe von 75,27 Mio. € (bisherige Prognose: 82,17 Mio. €). Analog dazu reduzieren wir auch unsere Schätzungen für das operative Ergebnis. Die von uns für 2024 unterstellte EBIT-Marge von 8,0 % (bisher: 9,0 %) sollte sich bis zum Geschäftsjahr 2026 nur noch auf 9,9 % (bisher: 11,0 %) erhöhen.

Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel von 6,60 € (bisher: 7,70 €) ermittelt. Das Rating lautet unverändert KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY GROUP 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. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,8 % (bisher: 17,4 %) 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 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

Die Reduktion unserer Prognosen für den konkreten Schätzzeitraum und damit verbunden die niedrigere Basis für die Stetigkeitsphase (2026 – 2031) unseres DCF-Bewertungsmodells zieht eine Reduktion des Kursziels auf 6,60 € (bisher: 7,70 €) nach sich. Wir vergeben dabei weiterhin das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

SYZYGY GROUP - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,8%	ewige EBITA - Marge	12,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 30e	GJ 31e	
Umsatz (US)	69,59	72,37	75,27	79,03	82,98	87,13	91,49	96,06	
US Veränderung	-3,0%	4,0%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,57	3,82	3,89	4,02	4,14	4,26	4,38	4,54	
EBITDA	10,85	11,75	12,66	13,29	13,96	14,65	15,39	16,16	
EBITDA-Marge	15,6%	16,2%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	
EBITA	5,60	6,55	7,46	8,09	8,68	9,27	9,89	10,55	
EBITA-Marge	8,1%	9,0%	9,9%	10,2%	10,5%	10,6%	10,8%	11,0%	12,0%
Steuern auf EBITA	-1,68	-1,96	-2,24	-2,43	-2,60	-2,78	-2,97	-3,17	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,92	4,58	5,22	5,66	6,07	6,49	6,92	7,39	
Kapitalrendite	22,0%	24,9%	27,0%	28,7%	30,2%	31,6%	33,1%	34,6%	38,0%
Working Capital (WC)	-1,10	0,40	0,40	0,42	0,44	0,46	0,49	0,51	
WC zu Umsatz	-1,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Investitionen in WC	-1,00	-1,50	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,51	18,97	19,37	19,67	20,07	20,47	20,87	21,17	
AFA auf OAV	-5,25	-5,20	-5,20	-5,20	-5,28	-5,39	-5,50	-5,60	
AFA zu OAV	26,9%	27,4%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	
Investitionen in OAV	-4,83	-4,66	-5,60	-5,50	-5,68	-5,79	-5,90	-5,90	
Investiertes Kapital	18,41	19,37	19,77	20,09	20,51	20,93	21,35	21,68	
EBITDA	10,85	11,75	12,66	13,29	13,96	14,65	15,39	16,16	
Steuern auf EBITA	-1,68	-1,96	-2,24	-2,43	-2,60	-2,78	-2,97	-3,17	
Investitionen gesamt	-5,83	-6,16	-5,60	-5,52	-5,70	-5,81	-5,92	-5,93	
Investitionen in OAV	-4,83	-4,66	-5,60	-5,50	-5,68	-5,79	-5,90	-5,90	
Investitionen in WC	-1,00	-1,50	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Earm-Out/Goodwill-Bereinigung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,34	3,62	4,82	5,34	5,65	6,06	6,50	7,06	122,43

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	97,60	102,14
Barwert expliziter FCFs	27,84	26,55
Barwert des Continuing Value	69,76	75,59
Nettoschulden (Net debt)	13,29	12,66
Wert des Eigenkapitals	84,31	89,48
Fremde Gewinnanteile	-0,36	-0,39
Wert des Aktienkapitals	83,95	89,09
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,22	6,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,17
Eigenkapitalkosten	8,9%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,4%

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
36,5%	7,73	6,99	6,37	5,84	5,39
37,2%	7,88	7,12	6,48	5,95	5,48
38,0%	8,02	7,25	6,60	6,05	5,58
38,7%	8,17	7,38	6,72	6,16	5,68
39,5%	8,32	7,51	6,83	6,26	5,77

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 Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

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 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 Schaffer, 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