



23. Februar 2026

Sirma Group Holding JSC

Erschließung der KI-Chance

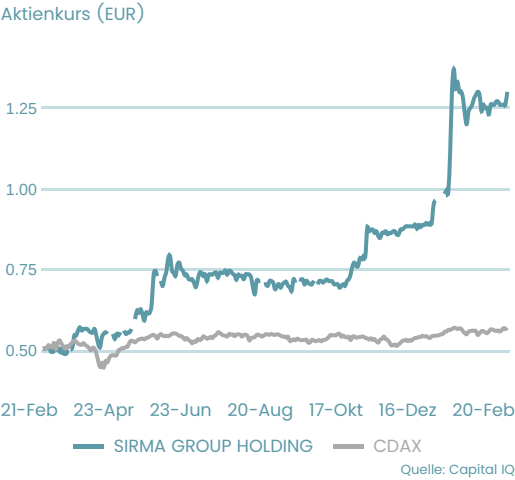
Kontaktdaten

Montega AG – Equity Research | www.montega.de

Rechtlicher Hinweis: Bitte beachten Sie den Abschnitt "Disclaimer" am Ende des Dokumentes.

Kai Kindermann – Analyst
+49 40 41111 3781
k.kindermann@montega.de

Empfehlung	Kaufen
Kursziel	1,50 EUR
Kurspotenzial	15%
Aktiendaten	
Kurs (Schlusskurs Vortag in EUR)	1,30
Aktienzahl (in Mio.)	57,8
Marktkap. (in Mio. EUR)	75,1
Handelsvol. (Ø 3 Monate; in Tsd. Aktien)	45,0
Enterprise Value (in Mio. EUR)	76,2
Ticker	BUL:SIRM
Guidance 2025	
Umsatz (in Mio. EUR)	66
EBITDA (in Mio. EUR)	5



Aktionärsstruktur	
Streubesitz	38,0%
Georgi Parvanov Marinov	9,2%
Tsvetan Borissof Alexiev	8,5%
Chavdar Velizarof Dimitrov	8,1%
Veselin Antchev Kirov	8,0%

Termine	
Frankfurt Listing	24. Februar 2026
GB 2025	30. April 2026
Q1 Bericht	1. Juni 2026

Prognoseanpassung			
	2025e	2026e	2027e
Umsatz (alt)	66,2	71,0	77,5
Δ	-	-	-
EBIT (alt)	3,0	2,6	3,4
Δ	-	-	-
EPS (alt)	0,02	0,03	0,04
Δ	-	-	-

Analyst	
Kai Kindermann	
+49 40 41111 3781	
k.kindermann@montega.de	

Publikation	
Initialstudie	23. Februar 2026

Erschließung der KI-Chance

Die Sirma Group Holding ist ein **bulgarischer IT-Dienstleister und Softwareanbieter**, der seine internationale Kapitalmarktpresenz mit einem Dual Listing an der Frankfurter Wertpapierbörse ab dem 24. Februar 2026 deutlich ausweiten wird. Das Unternehmen bietet **Systemintegration** mit dem europaweiten **Vertrieb von IT-Equipment** sowie **IT-Dienstleistungen** und **kundenspezifische Softwarelösungen** in Europa und Nordamerika an. Ergänzt wird das Portfolio durch die firmeneigene **Sirma.ai Enterprise Plattform**, die den Einsatz von KI-Modellen über alle Einsatzumgebungen hinweg steuert und gleichzeitig hohe Datensouveränität gewährleistet.

Der Markt für IT-Dienstleistungen dürfte in den kommenden Jahren im **mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich** wachsen. Treiber sind fortlaufende Cloud-Migrationen, steigende Anforderungen an Cybersicherheit und die zunehmende unternehmensweite Implementierung von Künstlicher Intelligenz. Da Unternehmen externe Unterstützung benötigen, um KI-Lösungen sicher in ihre bestehende komplexe Infrastruktur zu integrieren und sich im sich wandelnden technologischen Umfeld zurechtzufinden, wird erwartet, dass das Dienstleistungssegment das höchste Wachstum erzielt und den größten Anteil am gesamten KI-Markt erfasst.

Sirma ist **im bulgarischen Heimatmarkt führend** und bedient internationale Kunden aus **kosteneffizienten Standorten in Bulgarien und Rumänien**. Dadurch entsteht eine niedrige Kostenbasis im Vergleich zu westeuropäischen Wettbewerbern. Gleichzeitig erfüllt das Unternehmen alle regulatorischen Anforderungen der EU im Gegensatz zu nicht-europäischen Wettbewerbern. Angesichts geopolitischer Unsicherheit und dem europäischen Streben nach Datensouveränität, ist Sirma aussichtsreich als europäische Alternative zu US-Technologieanbietern positioniert.

Von **2015 bis 2025** erzielte Sirma eine **Umsatz-CAGR von 14,3%**. Ein bemerkenswert starkes Wachstum gelang in 2025 aufgrund der Übernahme des rumänischen IT-Dienstleisters Roweb sowie einem günstigen Umfeld im öffentlichen Sektor. Sirma strebt weiteres anorganisches Wachstum an, etwa durch eine mögliche fremdfinanzierte Akquisition 2026, und einer möglichen Kapitalerhöhung in 2028. Mit einer EBITDA-Marge von 8,1% begann die Profitabilität sich bereits von dem Margenrückgang aus dem Jahr 2023 zu erholen. Laufende strategische Investitionen in die KI-Plattform und interne Organisationsfähigkeiten spiegeln sich hierbei weiterhin in dem Margenniveau wider.

Für 2025–2031 rechnen wir ohne weitere Akquisitionen mit einem **organischen Umsatzwachstum von 8,6% p.a.** Mit steigender Skalierung, abnehmender Investitionslast und einer allmählichen Verschiebung des Umsatzmixes hin zu margenstärkerer proprietärer Software erwarten wir ein **EBITDA-Wachstum von 14,9% p.a.** und eine TV-EBIT-Marge von 10%. Die Einführung des Euro und die geplante Börsennotierung in Frankfurt erhöhen die Visibilität der Aktie, was sich in einem relativ anspruchsvollen 2026e EV/EBITDA von 14,6x widerspiegelt. Auf Basis unseres DCF-Modells (WACC: 9,9%) leiten wir ein Kursziel von 1,50 EUR ab, was selbst vom aktuellen Niveau aus weiteres Aufwärtspotenzial impliziert.

Fazit: Die KI-Transformation erfordert spezialisierte Anbieter, die Lösungen sicher in Unternehmensprozesse und Datenströme integrieren können, ohne dabei Abstriche bei der Datensicherheit zu machen. Mit der Weiterentwicklung vom klassischen IT-Dienstleister hin zu einem Plattformanbieter erschließt Sirma zusätzliche Erlösquellen und stärkt die Differenzierung gegenüber Wettbewerbern. Wir nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung und einem Kursziel von 1,50 EUR in die Coverage auf.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2023	2024	2025p	2026e	2027e
Umsatz	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Veränderung yoy	2,8%	22,8%	30,8%	7,3%	9,2%
EBITDA	1,6	2,9	5,4	5,2	6,0
EBIT	-0,3	0,8	3,0	2,6	3,4
Jahresüberschuss	-0,9	0,3	1,1	1,5	2,1
Rohrertragsmarge	54,0%	51,2%	51,0%	55,5%	56,6%
EBITDA-Marge	4,0%	5,8%	8,1%	7,3%	7,7%
EBIT-Marge	-0,7%	1,5%	4,6%	3,7%	4,4%
Net Debt	-6,0	-3,6	-0,7	-0,3	-1,6
Net Debt/EBITDA	-3,6	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3
ROCE	-0,8%	2,1%	7,4%	6,1%	7,7%
EPS	-0,02	0,00	0,02	0,03	0,04
FCF je Aktie	-0,01	0,03	0,03	0,01	0,05
Dividende	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02
Dividendenrendite	0,8%	0,8%	0,8%	1,5%	1,5%
EV/Umsatz	1,9	1,5	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	46,3	26,1	14,2	14,6	12,7
EV/EBIT	n.m.	99,6	25,3	29,0	22,2
KGV	n.m.	n.m.	65,0	43,3	32,5
KBV	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 1,30 EUR

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Investment Case	4
Wachsender Markt bietet erhebliches Wachstumspotenzial	7
Führende Position auf dem bulgarischen Markt	10
Weiteres Umsatzwachstum avisiert	13
Bilanz spiegelt Geschäftsmodell mit geringem Kapitalbedarf wider	17
Stabile Free Cashflow Generierung erwartet	18
Starke Kursentwicklung in den letzten Jahren	19
Bewertung spiegelt Chancen des Geschäftsmodells wider	20
Fazit	20
SWOT	21
Stärken	21
Schwächen	21
Chancen	21
Bedrohungen	21
Bewertung	22
DCF-Modell	23
Peergroup-Analyse	24
Unternehmenshintergrund	26
Key Facts	26
Key Events in der Firmenhistorie	26
Segmente und Regionen	27
Management	29
Aktionärsstruktur	29
Financials	30
DCF-Modell	30
Gewinn- und Verlustrechnung	31
Bilanz	32
Kapitalflussrechnung	33
Disclaimer	34

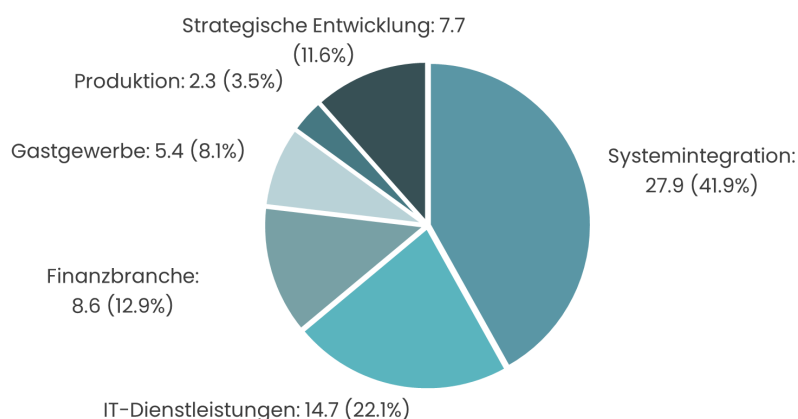
Investment Case

Die Sirma Group Holding JSC ist ein diversifiziertes IT-Dienstleistungs- und Softwareunternehmen mit Sitz in Sofia, Bulgarien, das Kunden in 67 Ländern betreut. Das 1992 unter dem Namen „Sirma AI“ gegründete Unternehmen verfügt über langjährige Erfahrung im Bereich Künstliche Intelligenz und baut darauf seine technologische Kompetenz aus. Ziel von Sirma ist es, Unternehmen während ihrer digitalen Transformation umfassend zu begleiten und ihnen die Implementierung und Nutzung von KI-Lösungen in ihren Geschäftsprozessen sicher zu ermöglichen. Dies erfolgt durch die Kombination von maßgeschneiderter Softwareentwicklung, Systemintegration und proprietärer Standardsoftware, insbesondere einer KI-Enterprise-Plattform, die KI-Modelle direkt mit Unternehmensdaten verbindet und dabei ein hohes Maß an Datensicherheit gewährleistet.

Die operative Organisation der Gruppe gliedert sich in sechs Segmente, darunter zwei horizontale Einheiten mit branchenübergreifendem Angebot sowie drei Fokusbranchen.

Umsatzanteil je Segment

(Stand: 2025p; in Mio. EUR; in %)



Quelle: Unternehmen, Montega

Systemintegration: Das Segment Systemintegration umfasst den Verkauf von Hardwaresystemen, Cloud-Migrationen sowie den laufenden Betrieb und Support und wird zunehmend durch DevOps-Dienstleistungen ergänzt. Der Zielmarkt umfasst in erster Linie den bulgarischen öffentlichen Sektor sowie nationale und internationale Unternehmen mit Aktivitäten in Bulgarien, insbesondere aus den Bereichen Finanzen und Gesundheitswesen. Beispielprojekte sind der Verkauf und die Integration von Cybersecurity-Infrastruktur für ein FinTech-Unternehmen sowie die Ausstattung einer großen bulgarischen Bank mit Desktop-Computern.

Gastgewerbe: Das Segment bietet spezialisierte IT-Lösungen, Beratung und Datenanalysen, die gezielt auf die Anforderungen der globalen Hotel- und Tourismusbranche zugeschnitten sind. Zu den Kompetenzen zählen die Entwicklung komplexer Online-Reservierungssysteme sowie die Integration von Managementsoftware für einen breiten Kundenkreis, darunter internationale Hotelketten, Reiseveranstalter und Reisebüros.

IT-Dienstleistungen: Das Segment IT-Dienstleistungen umfasst die branchenübergreifende Entwicklung kundenspezifischer Software, IT-Beratung sowie Managed Services. Mit regionalem Schwerpunkt auf UK, DACH, Belgien, Skandinavien und Rumänien betreut das Segment eine Vielzahl komplexer Projekte. Zu den Referenzen zählen die Entwicklung eines Zahlungssystems für Geschenkkarten, der Betrieb eines globalen Reservierungssystems für eine Fluggesellschaft sowie die Implementierung eines intelligenten KI-Bots für einen großen E-Commerce-Kunden.

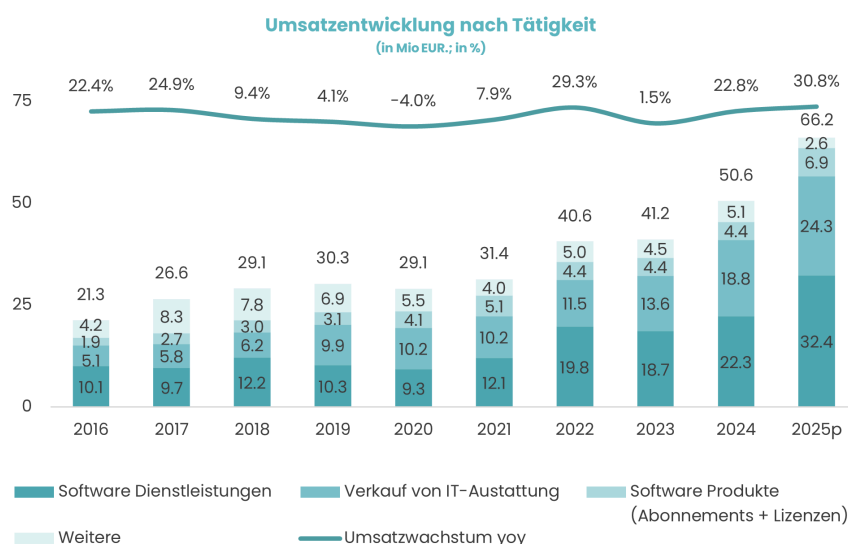
Finanzbranche: Sirma ist ein führender Anbieter auf dem bulgarischen Finanzmarkt und betreut rund 60% der nationalen Finanzinstitute. Das Segment ist auf die Implementierung von Kernbankensystemen (z.B. Oracle FlexCube, Temenos T24) sowie auf Lösungen für regulatorische Berichterstattung (z.B. RepXpress) spezialisiert. Die Gruppe begleitet ihre Kunden als strategischer Partner auf dem Weg zur Digitalisierung und unterstützt die Einführung von Künstlicher Intelligenz in ihren Geschäftsprozessen.

Produktion: Dieses Segment wird über die Tochtergesellschaft EngView Systems AD betrieben und bietet Software- und Hardwarelösungen für Messtechnik, Qualitätsmanagement und die Automatisierung in der Verpackungsindustrie an. Das Unternehmen stellt spezialisierte CAD/CAM-Lösungen für die Verpackungs- und Blechbearbeitungsindustrie bereit und nimmt in diesem Nischenbereich eine international anerkannte Position ein.

Strategische Entwicklung: Das Segment dient als interne Innovations- und Entwicklungsplattform der Gruppe. Hier werden wissensbasierte Geschäftsbereiche wie Handel, Logistik, Transport und Gesundheitswesen gebündelt, die noch nicht die Reife für eine eigenständige Geschäftseinheit erreicht haben. Neben der Geschäftsentwicklung werden in diesem Segment auch nicht direkt zuordenbare Gruppenkosten für die strategische Weiterentwicklung der Sirma-Gruppe zusammengeführt. Zwar bildet das Segment einen wichtigen Innovationsmotor und die Grundlage künftiger Wachstumsfelder, die Ertragslage ist jedoch in der Regel negativ.

Die Gruppe erzielt ihre Umsätze überwiegend durch Dienstleistungen (63,2% der für 2025 erwarteten Erlöse) sowie durch den Verkauf von IT-Hardware (36,8%), der eng mit dem Segment Systemintegration verknüpft ist. Die wichtigsten Dienstleistungen sind Softwarelösungen, insbesondere die Entwicklung maßgeschneiderter Anwendungen und Managed Services, die rund 47,8% der Gesamtumsätze ausmachen. Ergänzt werden diese Angebote durch den Vertrieb eigener Softwareprodukte auf Abonnement- oder Lizenzbasis, Cloud-Dienste aus dem firmeneigenen Rechenzentrum sowie diverse Support- und Beratungsleistungen. Trotz internationaler Kundenbasis in Europa und Nordamerika befindet sich der überwiegende Teil der Belegschaft in Mittel- und Osteuropa: Ende 2024 waren 518 Mitarbeiter in Bulgarien, 131 in Rumänien und 45 in Albanien tätig. Weniger als zehn Mitarbeiter arbeiteten in anderen Regionen, hauptsächlich für Vertrieb und Geschäftsentwicklung. Durch diese Struktur verfügt die Gruppe über deutliche Kostenvorteile gegenüber westeuropäischen IT-Dienstleistern, die nur einen geringen Teil ihrer Leistungen in kostengünstigen Nearshore-Standorten erbringen.

Zur besseren Übersicht ist die Umsatzentwicklung nach Tätigkeit im Folgenden zusammengefasst:



Quelle: Unternehmen, Montega

Die Sirma Group Holding verzeichnete in den Jahren 2015 bis 2025 ein robustes Umsatzwachstum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 14,3%. Nach einer temporären Wachstumsverlangsamung während der COVID-19-Pandemie nahm die Dynamik ab 2022 deutlich zu, sodass die Gruppe in den Jahren 2022 bis 2025 zweistellige organische Wachstumsraten erzielte. Zusätzlich wurden die Ergebnisse durch strategische Akquisitionen gestützt, insbesondere durch den Erwerb des bulgarischen Hospitality-Spezialisten Sciant AD Ende 2021 sowie des rumänischen IT-Dienstleisters Roweb Ende 2024. Diese Transaktionen trugen sowohl zur Umsatzsteigerung als auch zur Erweiterung des Serviceportfolios bei.

Ein wichtiger Meilenstein in der Unternehmensgeschichte war der Verkauf der Tochtergesellschaft Sirma AI (Ontotext) im Jahr 2022. Obwohl Sirma AI als führender Anbieter im Bereich semantischer Technologien und Graphdatenbanken galt, wurde der Mehrheitsanteil zu einem Enterprise Value von 24,1 Mio. EUR veräußert. Ausschlaggebend waren die erheblichen Kapitalanforderungen, die erforderlich gewesen wären, um effektiv mit globalen Tech-Giganten zu konkurrieren. Die Transaktion markierte einen temporären strategischen Richtungswechsel mit dem Fokus auf das Geschäft mit Dienstleistungen und kundenspezifischer Software.

Das Aufkommen der Ära generativer KI hat die Wettbewerbslandschaft jedoch grundlegend verändert: Durch erheblich gesunkene technische Hürden und Kosten der Softwareentwicklung können Unternehmen wie Sirma trotz moderaterem Budget nun mit deutlich größeren Wettbewerbern konkurrieren. Vor diesem Hintergrund richtet Sirma den Fokus wieder stärker auf das Produktgeschäft. Neben etablierten Nischenlösungen wie EngView CAD für die Verpackungsindustrie oder Diabetes:M im Gesundheitswesen wurde kürzlich die Sirma.ai Enterprise Plattform eingeführt, die nicht nur zu einem zentralen Bestandteil des Produktportfolios werden, sondern zugleich die IT-Service-Aktivitäten der Gruppe entscheidend vorantreiben könnte.

Die Sirma.ai Enterprise Plattform fungiert als zentrales Instrument der digitalen Transformation und ermöglicht Unternehmen, KI-Agenten und Workflows in großem Maßstab sicher zu entwickeln, einzusetzen und zu steuern. Anstelle isolierter Anwendungen konsolidiert die Plattform sämtliche Prozesse für den KI-Einsatz und bietet eine herstellerunabhängige Multi-LLM-Architektur mit Zugriff auf mehr als 500 Sprachmodelle. Dazu zählen globale Cloud-Lösungen wie OpenAI (ChatGPT), Anthropic (Claude) und Google (Gemini) sowie Open-Source-Modelle, die auf der unternehmenseigenen Infrastruktur betrieben werden können. Vor dem Hintergrund steigender Anforderungen an Datensouveränität und regulatorischer Vorgaben in stark regulierten Sektoren wie Banken und öffentlicher Verwaltung ist die Plattform vorkonfiguriert für DSGVO- und NIS2-Konformität und ermöglicht eine flexible und sichere Implementierung.

Kunden können zwischen cloudbasierter Nutzung, hybriden Lösungen oder On-Premise-Installationen wählen, einschließlich isolierter „Air-Gap“-Umgebungen. Die Plattform kann Workflows automatisch an das jeweils am besten geeignete Modell weiterleiten, basierend auf einer Echtzeitanalyse von Aufgabenkomplexität, Kostenparametern und Compliance-Anforderungen. Dadurch verbleiben besonders sensible Daten stets in sicheren Umgebungen.

Der hohe Grad an Anpassungsfähigkeit wird zusätzlich durch Low-Code-Workflow-Designer und branchenspezifische Agentenvorlagen unterstützt, die Sirmas tiefgehende Expertise in verschiedenen Industriesegmenten nutzen. Für die Kommerzialisierung verfolgt Sirma eine zweistufige Strategie. Große Kunden mit umfangreichen Daten- und KI-Anforderungen installieren die Software typischerweise On-Premise oder in ihrer eigenen Cloud und zahlen eine jährliche Lizenzgebühr, während kleinere Unternehmen auf ein nutzungsbasiertes Plattform-as-a-Service-Modell zurückgreifen können.

Wachsender Markt bietet erhebliches Wachstumspotenzial

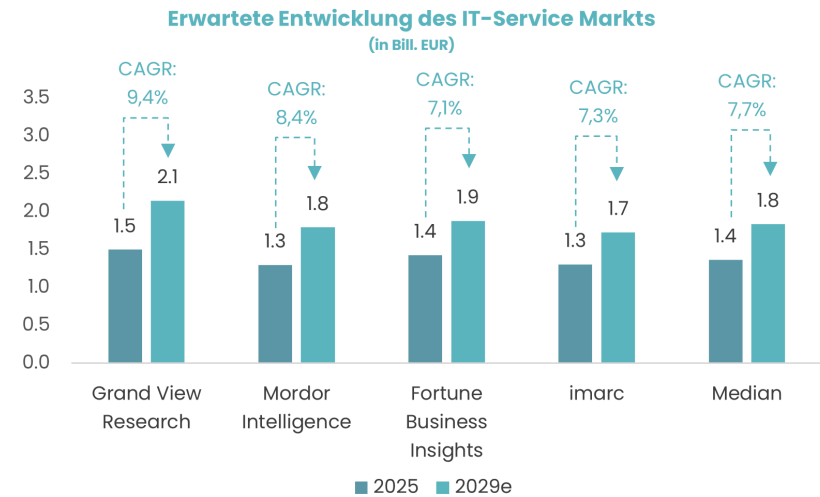
- Allgemeiner IT-Services-Markt dürfte im mittleren einstelligen Bereich wachsen
- KI-bezogene Marktsegmente ermöglichen neue Chancen und höhere Wachstumsraten

Laut der jüngsten Prognose von Gartner (Oktober 2025) bleibt der globale Technologiesektor trotz makroökonomischer Volatilität sehr widerstandsfähig. Die weltweiten IT-Ausgaben werden für 2025 auf 5,54 Bill. USD (+10,0% gegenüber Vorjahr) geschätzt und sollen 2026 erstmals über 6 Bill.USD liegen, auf 6,08 Bill.USD (+9,8% gegenüber Vorjahr) steigen. Hinter diesen starken Gesamtzahlen zeichnet sich jedoch eine strukturelle Divergenz ab, die eine "Zwei-Geschwindigkeits"-Ökonomie entstehen lässt, getrieben von umfangreichen Investitionen in Generative AI.

Weltweite IT-Ausgaben (in Mrd. USD)	Ausgaben 2025	Wachstum 2025	Ausgaben 2026	Wachstum 2026
Datencenter	489,5	+46,8%	582,4	+19,0%
Geräte	783,2	+8,4%	836,3	+6,8%
Software	1.244,3	+11,9%	1.433,0	+15,2%
IT-Dienstleistungen	1.719,3	+6,5%	1.869,3	+8,7%
Kommunikations-Dienstleistungen	1.304,2	+3,8%	1.363,1	+4,5%
Gesamt IT	5.540,4	+10,0%	6.084,1	+9,8%

Quelle: Gartner, Montega

Trotz des zweistelligen Umsatzwachstums stehen die traditionellen Marktsegmente vor dem, was Gartner als "Uncertainty Pause" bezeichnet. Große Unternehmenskunden agieren angesichts der globalen Handelspolitik und zunehmender regulatorischer Veränderungen zunehmend vorsichtig, wodurch die Umsetzung diskretionärer Neuprojekte zeitlich verschoben wird. Das Marktwachstum konzentriert sich daher überwiegend auf KI-bezogene Infrastruktur, insbesondere Datencenter, aber auch in Bereichen wie Infrastructure-as-a-Service (IaaS) sowie Software im Zusammenhang mit Generative AI. Branchenspezifische Softwarelösungen, zu denen der Großteil von Sirmas Produktpalette zählt, sind hingegen deutlich stärker von politischen Veränderungen und wirtschaftlicher Unsicherheit betroffen.

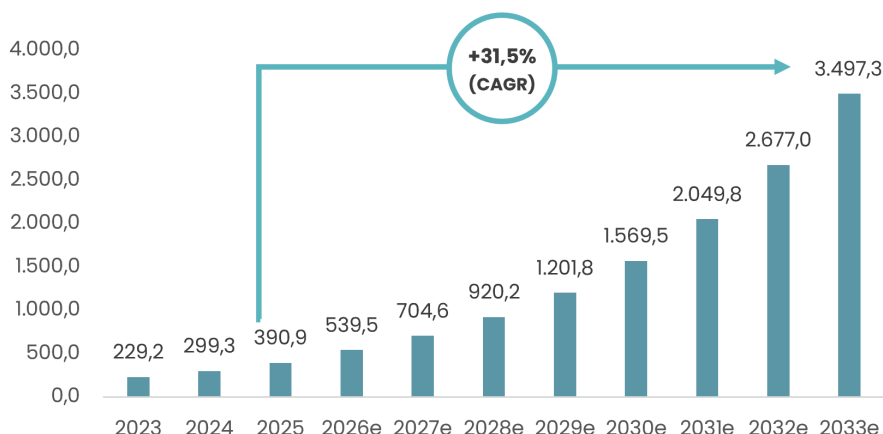


Quelle: Grand View Research, Mordor Intelligence, Fortune Business Insights, imarc, Montega

Für den Zeitraum 2025 bis 2029 wird ein kontinuierliches Wachstum des globalen IT-Dienstleistungsmarktes erwartet, den wir als das wichtigste Marktsegment für Sirma einschätzen. Die Forschungsinstitute Grand View Research, Mordor Intelligence, Fortune Business Insights und imarc prognostizieren eine jährliche Wachstumsrate zwischen 7,1% und 9,4% (Median-CAGR: 7,7%). Dieses nachhaltige Wachstum wird durch drei zentrale Faktoren gestützt. Die fortschreitende Migration von Unternehmensinfrastrukturen in hybride und Multi-Cloud-Umgebungen, die anhaltende Nachfrage nach Datenmanagement und Analytik infolge des exponentiellen Datenwachstums bedingt den Übergang von KI-Pilotprojekten auf unternehmensweite Implementierungen. Hinzu kommen unverzichtbare Ausgaben im Bereich Cybersicherheit, getrieben durch die zunehmende Bedrohungslage und verschärfte regulatorische Vorgaben wie die DSGVO. Strukturell ist dabei eine Verschiebung von reaktiven "Break-Fix"-Services hin zu proaktiver Beratung zu beobachten, da Unternehmen externe Expertise für ihre digitalen Transformationsprojekte benötigen.

Künstliche Intelligenz dürfte sich zu einem zentralen Wachstumstreiber im IT-Services-Markt entwickeln. So prognostiziert Grand View Research eine jährliche Wachstumsrate von 31,5% für den Zeitraum 2025 bis 2033. Innerhalb dieses Marktes entfiel auf das Servicesegment im Jahr 2025 mit 36,3% der größte Umsatzanteil und gleichzeitig wird diesem Segment das stärkste Wachstum zugetraut, da Unternehmen in zunehmendem Maße externe Expertise zur Integration von KI in bestehende IT-Infrastrukturen nachfragen und entsprechend laufende Updates, Wartungsleistungen und Schulungen benötigen. Neben seinem Dienstleistungsangebot, ist Sirma in das Softwaresegment eingetreten, das 34,2% des gesamten KI-Marktes ausmacht. Mit der datensicheren KI Enterprise Plattform ist das Unternehmen, insbesondere in Europa, wo Datenschutz und ethische KI-Erwägungen zunehmend an Bedeutung gewinnen, gut positioniert.

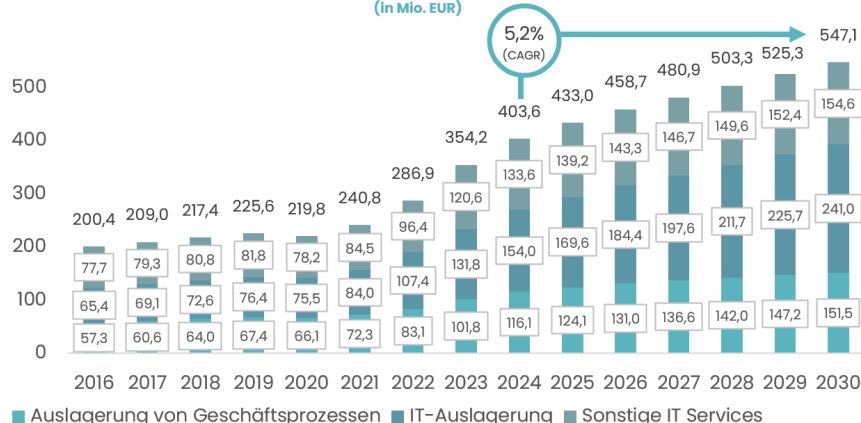
Erwartete Marktentwicklung für Künstliche Intelligenz (in Mrd. USD)



Quelle: Grand View Research, Montega

Aufgrund des hohen Anteils der im Inland generierten Umsätze von 58,3% (2025p) hat die Entwicklung des bulgarischen IT-Dienstleistungsmarktes eine maßgebliche Bedeutung für die künftige Geschäftsentwicklung der Gruppe.

Erwartetes Wachstum vom Bulgarian IT-Service Markt (in Mio. EUR)



Quelle: Statista, Montega

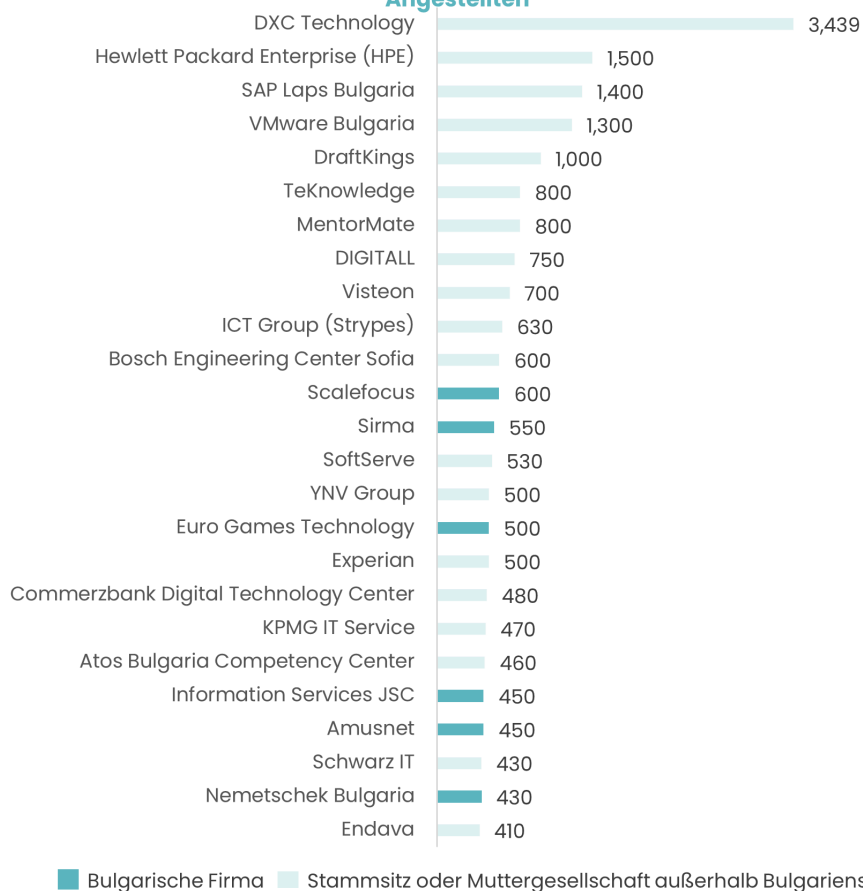
Wie in der Marktübersicht dargestellt, hat sich der bulgarische IT-Dienstleistungsmarkt nach dem Pandemie-Boom in eine Phase stabilen, nachhaltigen Wachstums entwickelt. Für 2025 wird das adressierbare Gesamtmarktvolumen auf 432,9 Mio. EUR geschätzt, mit einer prognostizierten CAGR von 5,2% für 2024–2029. Besonders stark soll das Wachstum im IT-Outsourcing-Segment ausfallen, das einen wesentlichen Bestandteil von Sirmas Geschäft darstellt. Es umfasst Anwendungs-Outsourcing, Managed Services sowie die Bereitstellung, Installation und Konfiguration von Hardware und wird voraussichtlich mit 7,8% pro Jahr wachsen.

Strukturell ist der bulgarische IT-Sektor stark auf internationale Märkte ausgerichtet. Laut dem Branchenverband BASSCOM entfallen rund 85% der Softwareerlöse auf Exporte, wobei Softwareprodukte und -dienstleistungen nahezu 28% der gesamten Dienstleistungsexporte des Landes ausmachen. Die internationale Wettbewerbsfähigkeit wird durch einen günstigen Pauschalsteuersatz von 10%, niedrige Lohnkosten und eine moderne digitale Infrastruktur unterstützt. Im Gegensatz dazu erzielt Sirma einen vergleichsweise hohen Anteil der Umsätze im Inland, hauptsächlich aus dem Verkauf von IT-Hardware, da internationale Lieferungen oft über die bulgarische Kunden-Niederlassung abgerechnet werden. Der verbleibende Servicebereich ist weitgehend international ausgerichtet, bulgarische Umsätze machen lediglich 38,6% aus.

Diese internationale Ausrichtung spiegelt sich auch in den Arbeitgebern von IT-Fachkräften in Bulgarien wider. Die größten Arbeitgeber von IT-Experten in Bulgarien haben in der Regel ihren Hauptsitz außerhalb des Landes oder sind Tochtergesellschaften internationaler Konzerne. Ein erheblicher Teil dieser Unternehmen fungiert als globale Kompetenzzentren oder dedizierte Forschungs- und Entwicklungsstandorte, wie beispielsweise SAP Labs, Schwarz IT oder Commerzbank. Diese Einheiten nutzen den Standort primär für die interne Produktentwicklung und operative Unterstützung innerhalb ihrer jeweiligen Muttergesellschaften und treten nur selten in Konkurrenz zu externen Kundenprojekten. Sie sind somit zwar Wettbewerber auf dem lokalen Arbeitsmarkt im Hinblick auf Fachkräftegewinnung und Gehaltsniveau, konkurrieren jedoch nicht um Marktanteile im B2B-Servicegeschäft mit Sirma.

Im Gegensatz dazu agieren internationale IT-Dienstleister wie DXC Technology, Endava oder ICT Group (Strypes) mit unterschiedlichen regionalen Schwerpunkten. Während einige Bulgarien als strategisches Nearshore-Delivery-Zentrum nutzen, um ausschließlich ihre globale Kundenbasis zu betreuen, konkurrieren andere auch um inländische Mandate.

Größte Arbeitgeber in Bulgarien nach Anzahl von IT-Angestellten



Quelle: H512.com (März 2024), Montega

Zusammenfassend lassen sich die wesentlichen Wachstumstreiber des relevanten Marktes wie folgt darstellen:

- **Generative-KI- und Agenten-Transformation:** Der globale ICT-Markt befindet sich derzeit in einem strukturellen Wandel, der durch die schnelle Einführung generativer KI getrieben wird. Mit der Verlagerung von Pilotprojekten hin zu unternehmensweiten KI-Agenten steigt der Bedarf an Plattformen, die Aufbau, Bereitstellung und Steuerung dieser Arbeitsabläufe ermöglichen.
- **Zunehmender Bedarf für KI- und Datensouveränität:** Strenge regulatorische Rahmenbedingungen wie GDPR und die bevorstehende NIS2-Richtlinie schaffen ein wachstumsstarkes Marktsegment für "Sovereign AI"-Lösungen. Unternehmen in stark regulierten Sektoren, insbesondere Banken, Gesundheitswesen und staatliche Einrichtungen, können öffentliche US-Cloud-Dienste für sensible Daten nur eingeschränkt nutzen.
- **Fortschreitende Migration zu hybriden und Multi-Cloud-Umgebungen:** Der Markt tritt in eine komplexere Phase der Optimierung hybrider und Multi-Cloud-Strukturen ein. Unternehmen kombinieren zunehmend verschiedene Cloud-Dienste mit On-Premise-Ressourcen, um Abhängigkeiten von einzelnen Anbietern zu vermeiden. Dies hält die Nachfrage nach komplexer Systemintegration und Managed Services hoch, da spezialisierte Expertise für Interoperabilität und Kosteneffizienz über heterogene digitale Infrastrukturen erforderlich ist.

Führende Position auf dem bulgarischen Markt

Um die Wettbewerbsposition von Sirma zu beurteilen, haben wir den Fokus vor allem auf bulgarische IT-Dienstleister gelegt.

Unternehmensname	Kernregion	Haupttätigkeit und Fokusbranchen	Umsatz (in Mio. EUR)	EBITDA-Marge	EBIT-Marge
Scalefocus	Global	Softwareentwicklung, Finanzwesen, Energie	40,4	6,9%	1,7%
DAIS	Bulgarien	Softwareentwicklung, Finanzwesen	5,6	n.a.	17,7%
DSS Software	Bulgarien	Softwareentwicklung	2,3	1,8%	0,2%
Synergy Global	Bulgarien, Nordmazedonien, Litauen	Softwareentwicklung, Finanzwesen	1,7	-17,4%	-19,1%
Musala	Bulgarien, Nordmazedonien, Litauen, Ägypten	IT-Beratung+ Softwareentwicklung, Automobil, Finanzwesen, Telekommunikation	35,9	n.a.	15,5%
IBS	Bulgarien, Nordmazedonien, UAE	IT-Beratung + Softwareentwicklung, Finanzwesen	23,3	12,7%	10,8%
Nevexis	Bulgarien, Rest von Europa	IT-Beratung, Cloudservices	4,7	3,1%	2,3%
Ablera	Bulgarien	IT-Beratung, Finanzwesen	1,0	4,8%	-41,6%
DigitAll /Bullpros	Bulgarien, Österreich, Deutschland, Schweiz	Cloud Services und IT Sicherheit	23,7	-17,3%	-29,3%
Neterra	Bulgarien, Zentral- und Osteuropa	Cloud- und Netzwerkdienstleistungen	15,7	-0,1%	-8,2%
Superhosting BG	Bulgarien, Serbien	Cloud Services	13,3	n.a.	30,1%
Telepoint	Bulgarien, Griechenland, Türkei, Serbien, Nordmazedonien	Cloud Services	10,0	n.a.	26,3%
Evolink	Bulgarien	Cloud Services + Software Entwicklung	3,3	18,0%	5,1%
Technologica	Bulgarien, Serbien	IT-Integration and Infrastruktur	14,4	19,0%	16,3%
Median			13,9	4,0%	3,7%

Stand: aktuell verfügbare Zahlen | Quellen: РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ Агенция по еписванията, Capital IQ, Montega

Im wichtigen Heimatmarkt, in dem mehr als die Hälfte der Umsätze von Sirma erzielt wird, konkurriert das Unternehmen sowohl mit kleinen und mittelgroßen Anbietern als auch mit international tätigen IT-Dienstleistern.

Sirma zählt zu den größten IT-Unternehmen Bulgariens und erzielte 2024 einen Umsatz von 50,6Mio.EUR. Aufgrund der breiten Diversifikation kann das Unternehmen zwar insgesamt höhere Umsätze als viele Mitbewerber generieren, in einzelnen Teilsegmenten jedoch trotzdem kleiner sein. So positioniert sich beispielsweise Scalefocus als größtes Software-Engineering-Unternehmen Bulgariens und beschäftigt lokal mehr IT-Fachkräfte, da ein erheblicher Anteil der Sirma-Belegschaft nach der Übernahme von Roweb in Rumänien stationiert ist. In Bezug auf die Profitabilität weist Scalefocus vergleichbare Werte auf, während andere Wettbewerber, die ebenfalls häufig auf Finanzkunden fokussiert sind, tendenziell kleiner, weniger profitabel oder verlustbehaftet operieren.

Im Segment IT-Consulting gehört Sirma zu den größten inländischen Anbietern in einem fragmentierten Wettbewerbsumfeld. Zu den wichtigsten Konkurrenten zählt MusalaSoft, das 2024 einen Umsatz von 35,9 Mio. EUR erzielte und sich hauptsächlich auf Beratungsdienstleistungen für Kunden aus den Branchen Automobil, Finanzwesen und Telekommunikation konzentriert. Ebenfalls relevant ist IBS, eine führende Beratungsgesellschaft für Finanzinstitute welche trotz einer kleineren Umsatzbasis von 23,3 Mio. EUR eine starke Profitabilität, mit einer EBITDA-Marge von 12,7% und einer EBIT-Marge von 10,8% aufweist. Weitere Anbieter wie Nevexis, spezialisiert auf regulatorische Lösungen für Finanzinstitute, oder Ablera, mit Fokus auf Versicherungstechnologie, operieren im Vergleich zu Sirma auf deutlich kleinerer Basis.

Im Segment Cloud Services tritt Sirma gegen ein heterogenes Wettbewerbsumfeld an, das letztlich auch US-amerikanische Hyperscaler umfasst. Unter den bulgarischen Anbietern erzielt DigitAll (ehemals Bullpros), Teil einer größeren, in Deutschland ansässigen Softwaregruppe, die höchsten Umsätze. Trotz eines Umsatzes von 23,7 Mio. EUR weist DigitAll negative EBITDA- und EBIT-Margen aus, was die relative Stärke von Sirma in diesem Segment unterstreicht. Auch Neterra mit 15,7 Mio. EUR Umsatz zeigt eine schwächere Profitabilität. Im Gegensatz dazu operieren Unternehmen wie SuperhostingBG, Telepoint und Evolink profitabel und erzielen positive EBITDA- sowie starke EBIT-Margen. Ihre Geschäftsmodelle sind jedoch primär auf Webhosting, Streaming-Plattformen (Telepoint) und Rechenzentrumsdienste ausgerichtet, weniger auf umfassende Cloud-Infrastruktur-Lösungen.

Im Segment IT-Integration und Infrastrukturimplementierung ist Sirmas Hauptkonkurrent Technologica, ein Unternehmen mit Aktivitäten in Bulgarien und Serbien. Im Jahr 2022 erzielte Technologica einen Umsatz von 14,4 Mio. EUR und wies zweistellige EBITDA- und EBIT-Margen aus, was auf eine robuste Profitabilität in diesem Bereich hinweist.

Nach unserer Einschätzung wird Sirma voraussichtlich weiterhin von den folgenden Wettbewerbsvorteilen profitieren:

Operativer Hebel und eigenfinanzierte F&E: Die Größenordnung von Sirma sowie die beständige Profitabilität verschaffen dem Unternehmen die finanzielle Stabilität, die für langfristige Unternehmenskunden erforderlich ist. Dies ermöglicht es dem Konzern, Forschung und Entwicklung eigenständig zu finanzieren und den Übergang von einem reinen Dienstleister zu einem produktgetriebenen Unternehmen voranzutreiben, wie die Entwicklung der eigenen AI Enterprise Plattform zeigt, die unserer Einschätzung nach ein bedeutender Differenzierungsfaktor gegenüber anderen Dienstleistern sein wird.

Bewährte Erfolgsbilanz und KI-Spezialisierung: Seit der Gründung 1992 hat Sirma ein hohes Vertrauen im Finanz- und öffentlichen Sektor aufgebaut. Die technische Führungsposition im Bereich künstlicher Intelligenz, bestätigt durch die erfolgreiche Inkubation und Veräußerung von Sirma AI (Ontotext), verschafft dem Unternehmen einen klaren Vorteil beim Übergang zu unternehmensweiten Automatisierungsprozessen.

Hohe Widerstandsfähigkeit durch branchenspezifische Expertise: Umfassendes Fachwissen in stark regulierten Branchen wie Banken, Versicherungen und Gesundheitswesen sowie in Hospitality und Produktion erzeugt deutliche Vorteile, da Kundenbedürfnisse frühzeitig antizipiert werden können. Dieser tiefe Sektor-Fokus ermöglicht es Sirma, geschäftskritische Systeme zu betreiben, die für generalistische Wettbewerber schwer zugänglich oder reproduzierbar sind.

Resilientes Umsatzmodell: Mit über 43% der Umsätze im 09.2025 aus wiederkehrenden Quellen wie IT-Systemen und langfristigen Verträgen sowie einer niedrigen Kundenabwanderung weist Sirma ein vorhersehbareres Cashflow-Profil auf als projektbasierte Wettbewerber.

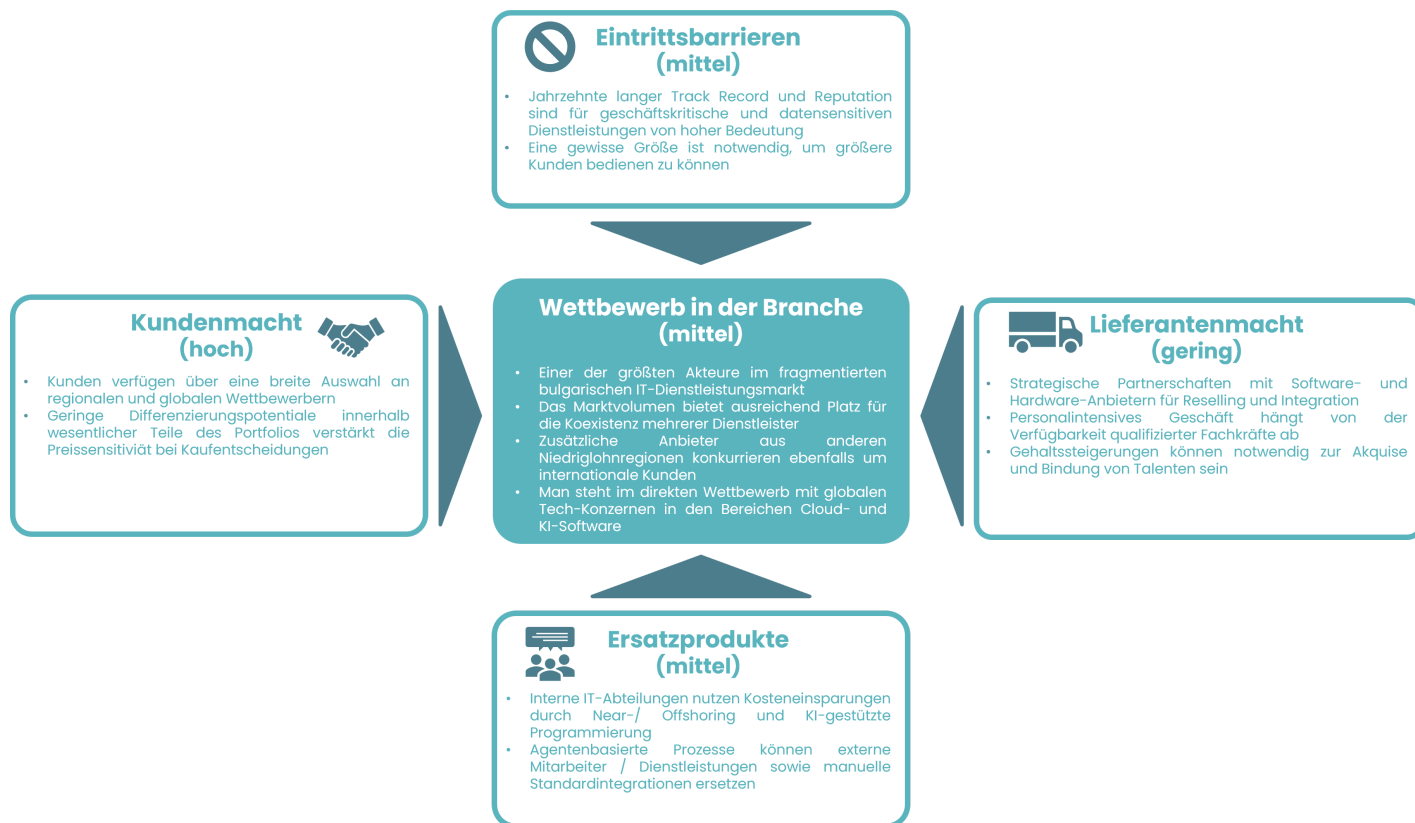
Führende unabhängige Marktposition: Im Gegensatz zu internationalen Captive Zentren, die sich auf Offshore-Delivery konzentrieren, ist Sirma Bulgariens führendes unabhängiges IT-Unternehmen. Diese Marktführerschaft stärkt die regionale Position und erleichtert den Zugang zu den besten bulgarischen IT-Fachkräften.

Wettbewerbsfähige Kostenstruktur mit EU-Konformität: Das bulgarische Steuerregime und die Arbeitskosten verschaffen Sirma einen klaren Preis- und Margenvorteil gegenüber Westeuropa, während die Leistungserbringung innerhalb der EU Kosteneffizienz, regulatorische Stabilität und geografische Nähe vereint.

Datensouveränität und geopolitische Sicherheit: Als europäischer Anbieter erfüllt Sirma die Anforderungen an Datenresidenz innerhalb der EU und DSGVO, wodurch Datensouveränität zu einem entscheidenden Differenzierungsmerkmal für sicherheitsrelevante Kunden aus dem Finanz- und öffentlichen Sektor in einem Umfeld erhöhter geopolitischer Risiken wird.

In einem fragmentierten Markt mit hoher Wettbewerbsintensität und ausgeprägter Verhandlungsmacht der Kunden, nutzt Sirma seine branchenspezifische Expertise sowie die zunehmende Bedeutung von Datensouveränität, um sich vom Wettbewerb abzuheben. Der produktgetriebene Wandel über die firmeneigene AI Enterprise Plattform verschafft einen Vorteil gegenüber allgemeinen Integratoren und Offshore-Captive-Zentren.

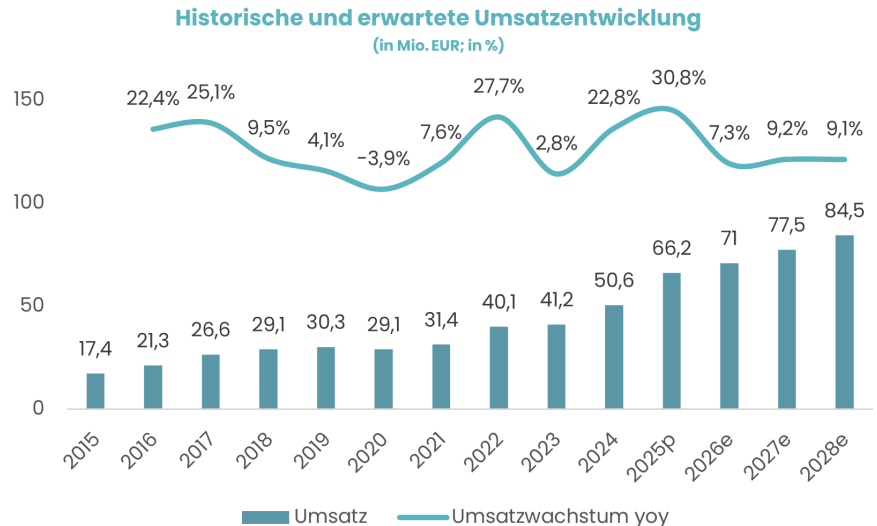
Wettbewerbsposition von Sirma



Weiteres Umsatzwachstum avisiert



- Starkes Wachstumsprofil mit einer historischem Umsatz-CAGR von 14,3%
- Margen erholen sich seit dem Tiefpunkt in 2023, spiegeln aber weiterhin laufende Investitionen wider



Quelle: Unternehmen, Montega

Sirma Group Holding verzeichnete in der Vergangenheit ein ausgeprägtes Wachstum mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 14,3% im Zeitraum 2015 bis 2025. Im Zuge der COVID-19-Pandemie kam der Wachstumspfad vorübergehend ins Stocken, da zurückhaltende Investitionsentscheidungen auf Kundenseite sowie verschobene Projekte auf den Umsatz drückten wenngleich die Krise den strategischen Stellenwert der Digitalisierung nachdrücklich unterstrich. Die anschließende Umsatzentwicklung wurde maßgeblich durch M&A-Aktivitäten geprägt. Die Erstkonsolidierung von Sciant AD erfolgte Mitte November 2021 und trug im Geschäftsjahr 2022 mit 7,0 Mio. EUR zum Konzernumsatz bei. Demgegenüber wurde die Mehrheitsbeteiligung an Sirma AI im September 2022 veräußert und entkonsolidiert, nachdem das Unternehmen im laufenden Jahr bis dahin einen Umsatzbeitrag von 3,6 Mio. EUR geleistet hatte. Auf organischer Basis hätte Sirma in jedem Jahr von 2022 bis 2024 ein zweistelliges Umsatzwachstum erzielt.

Die Wachstumsdynamik beschleunigte sich im Jahr 2025 merklich. Der Umsatz stieg um 30,8% gegenüber dem Vorjahr, getragen von sowohl organischen als auch anorganischen Wachstumstreibern. Der im Oktober 2024 übernommene rumänische IT-Dienstleister Roweb steuerte 7,3 Mio. EUR zum Umsatz bei (2024: 1,5 Mio. EUR) und war damit für rund die Hälfte des Gesamtwachstums verantwortlich. Parallel dazu erzielte das Segment Systemintegration ein starkes organisches Wachstum von 41,8% gegenüber dem Vorjahr. Begünstigt wurde dies durch ein stabilisiertes politisches Umfeld in Bulgarien, das die Wiederaufnahme lange aufgeschobener öffentlicher Ausschreibungsverfahren ermöglichte und Sirma die Akquisition mehrerer Großaufträge im öffentlichen Sektor erlaubte.

Mit dem Rücktritt der bulgarischen Regierung im Dezember 2025 und den bevorstehenden Neuwahlen rechnen wir mit Gegenwind im Bereich öffentlicher Auftragsvergaben sowie mit einem Rückgang im IT-Hardware-Geschäft. Mittelfristig dürfte das weitere Wachstum im Software-Servicegeschäft in Verbindung mit steigenden Umsätzen aus Abonnements und Lizenzmodellen den Wachstumskurs auf Konzernebene stützen.

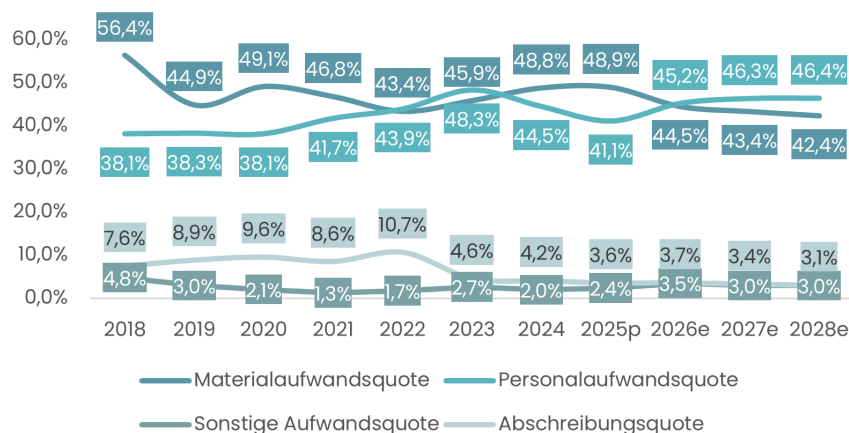
Obwohl wir weitere M&A-Aktivität bereits in 2026 als wahrscheinlich erachten, reflektieren wir diese nicht in unseren Prognosen.

Aufwandsstruktur spiegelt das Kerngeschäft wider

Die wesentlichen Aufwendungen des Konzerns entfallen auf Materialkosten für den Weiterverkauf von Hard- und Software an Dritte sowie auf Personalaufwendungen, die aus dem dienstleistungsorientierten Softwaregeschäft resultieren.

Historische und erwartete Entwicklung der Kostenquoten

(in % vom Umsatz)

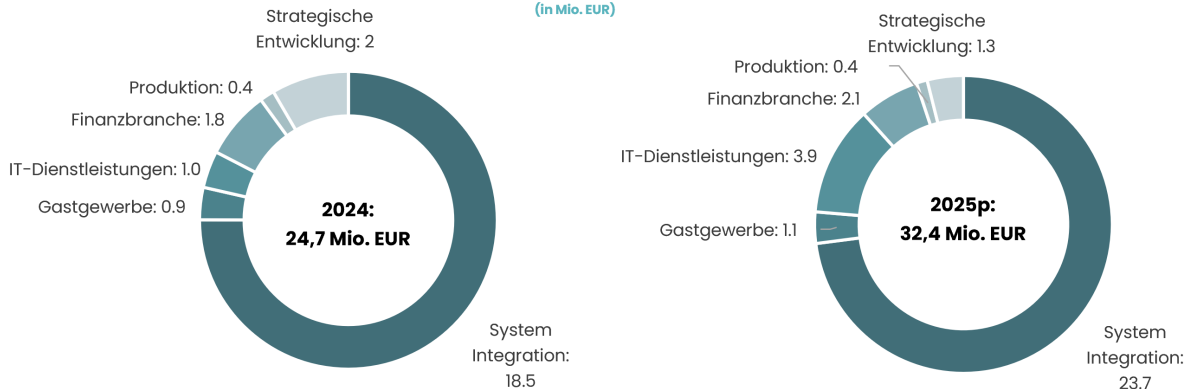


Quelle: Unternehmen, Montega

Materialaufwand: Die dargestellten Kostenpositionen setzen sich neben dem ausgewiesenen Materialaufwand im engeren Sinne (2025p: 0,5 Mio. EUR; 0,7% vom Umsatz), welcher im Wesentlichen Stromkosten umfasst, aus den Kosten verkaufter Waren und sonstiger Vermögenswerte (21,6 Mio. EUR; 32,7% vom Umsatz) und externen Dienstleistungskosten (10,3 Mio. EUR; 15,6% vom Umsatz) zusammen. Diese Dienstleistungskosten betreffen vorwiegend den Einsatz externen Personals in der Softwareentwicklung sowie Sub-Unternehmen im Rahmen der Projektdurchführung.

Materialaufwand nach Segment

(in Mio. EUR)

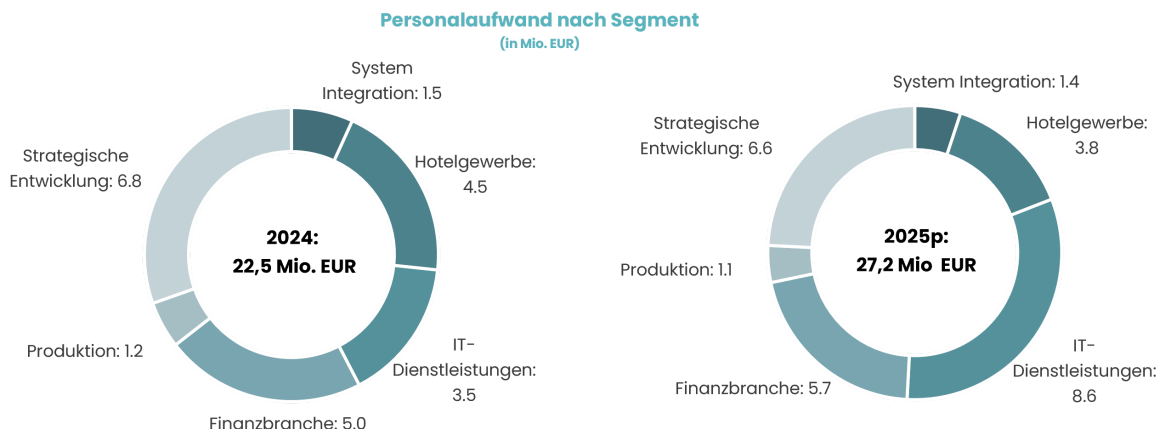


Quelle: Unternehmen, Montega

Erwartungsgemäß wird der Materialaufwand maßgeblich vom Segment Systemintegration getrieben, dessen Kerngeschäft aus dem Vertrieb von IT-Hardware besteht. Die Fremdleistungsaufwendungen verteilen sich hingegen gleichmäßiger über die Segmente, wobei IT-Services mit einem Anteil von 37% den größten Einzelposten am Gesamtvolumen von 10,3 Mio. EUR im Jahr 2025 ausmacht. Rund 98% des verbleibenden Waren- und Materialeinsatzes entfallen auf das Segment Systemintegration. Vor diesem Hintergrund erachten wir die Materialaufwandsquote dieses Segments als zentrale KPI. Im Jahr 2025 hat sie sich auf 84,9% verbessert, nach 88,0% im Jahr 2024 und 86,2% im Jahr 2023.

Die Materialaufwandsquote auf Konzernebene ist seit dem Tiefstand von 43,4% im Jahr 2022 auf aktuell 48,8% gestiegen. Dieser Anstieg ist im Wesentlichen auf den zunehmenden Umsatzanteil des IT-Hardwaregeschäfts zurückzuführen, der im gleichen Zeitraum von 28,3% auf 36,8% gestiegen ist.

Personalaufwand: Außerhalb des hardwaregeprägten Segments Systemintegration ist das Kerngeschäft von Sirma in den Bereichen IT-Beratung und kundenspezifischer Softwareentwicklung in hohem Maße personalintensiv. In diesen Segmenten ist der Umsatz eng an abrechenbare Arbeitsstunden geknüpft, was die kurzfristige Skalierbarkeit des Geschäftsmodells begrenzt. Das Wachstum im Softwareproduktgeschäft erfordert zwar laufende Investitionen in Forschung und Entwicklung, bietet jedoch mittelfristig das Potenzial, Erträge und Kosten strukturell zu entkoppeln und damit eine nachhaltige Margenausweitung zu unterstützen.



Quelle: Unternehmen, Montega

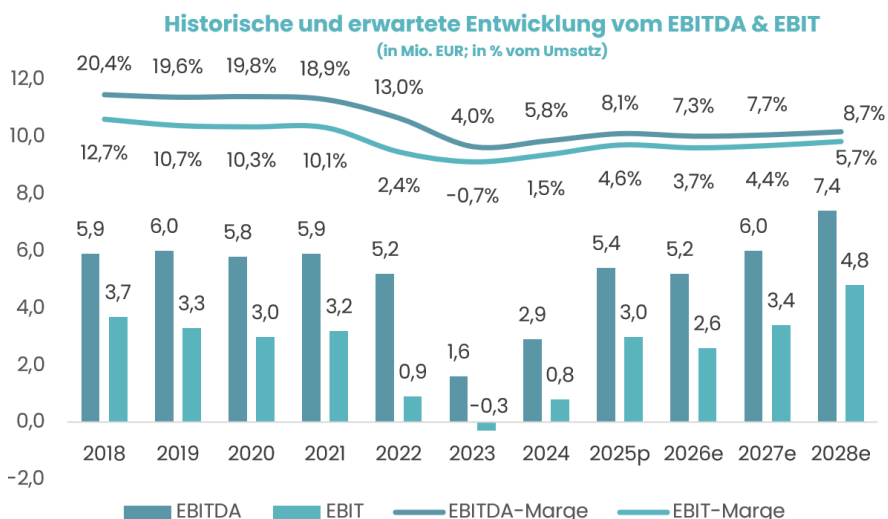
Mit rund 75% der Belegschaft in Bulgarien profitiert Sirma im Vergleich zu westeuropäischen Wettbewerbern von einer wettbewerbsfähigen Kostenstruktur. Dennoch steigen die absoluten Personalaufwendungen infolge branchenweiter Lohninflation sowie der gezielten Erweiterung der Vertriebs- und F&E-Teams. Wir erwarten, dass der Personalaufwand künftig zum dominierenden Kostentreiber avanciert, da IT-Dienstleistungen und Softwareentwicklung nicht materialintensiv sind und damit personalbedingte Aufwendungen den wesentlichen Wachstumsbeitrag auf der Kostenseite leisten werden.

Abschreibungsaufwand: Dem geringen Kapitalbedarf des Geschäftsmodells entsprechend kommt den Abschreibungen in der Gewinn- und Verlustrechnung eine untergeordnete Bedeutung zu (2025p: 2,4 Mio. EUR; 3,6% vom Umsatz). Die Abschreibungen auf Sachanlagen (0,9 Mio. EUR) betreffen im Wesentlichen IT-Hardware sowie Nutzungsrechte aus Mietverhältnissen für Büroflächen. Die Abschreibung immaterieller Vermögenswerte (1,5 Mio. EUR) resultiert aus aktivierten Entwicklungskosten für eigene Softwareprodukte sowie aus erworbenen Nutzungsrechten an Softwaremodulen.

Historisch lagen die Abschreibungen aufgrund der umfangreicheren Basis immaterieller Vermögenswerte der ehemaligen Tochtergesellschaft Sirma AI (Ontotext) deutlich höher. Im Zuge der Veräußerung im September 2022 reduzierten sich die immateriellen Vermögenswerte um mehr als 37,7 Mio. EUR. Im selben Jahr wurde eine einmalige Wertminderung von 1,4 Mio. EUR auf aktivierte Anschaffungskosten immaterieller Vermögenswerte erfasst. Seit der Entkonsolidierung hat sich das Abschreibungsaufwand normalisiert. Für die kommenden Jahre erwarten wir einen moderaten Anstieg in absoluten Zahlen, da das Unternehmen seine Investitionen in eigenentwickelte Software weiter ausbaut, was sich anteilig in der Bilanz niederschlagen dürfte.

Sonstige betriebliche Aufwendungen: Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen verbleiben auf einem im Verhältnis zum Umsatz niedrigen Niveau (2025p: ca. 2,5%) und umfassen im Wesentlichen Verwaltungskosten, Reisekosten sowie Sozialaufwendungen. Für den weiteren Verlauf rechnen wir mit einem leichten Anstieg dieses Kostenblocks, der die strategische Entscheidung des Managements widerspiegelt, gezielt in Marketing und Vertrieb zu investieren.

Hohe Ertragskraft durch steigende F&E-Aufwendungen belastet



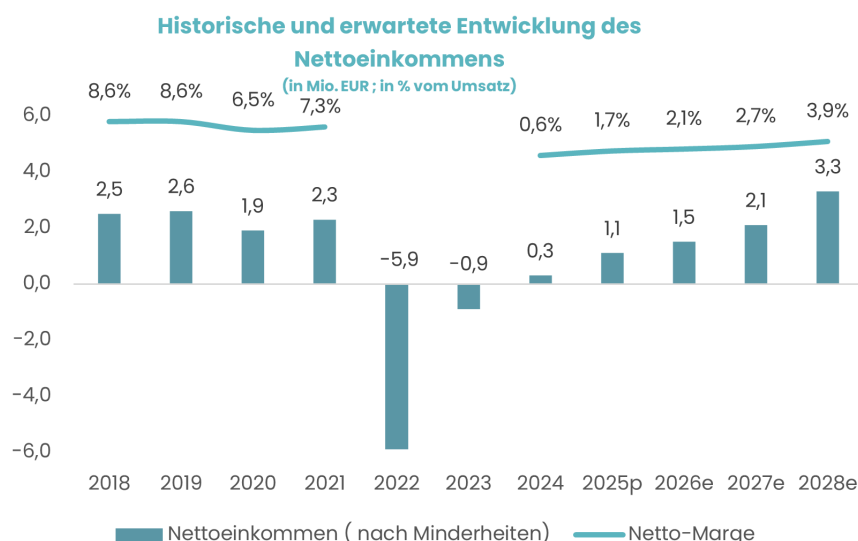
Quelle: Unternehmen, Montega

Vor 2023 wies Sirma ein stabiles Ertragsprofil auf, wobei die EBITDA-Marge von rund 20% bis 2022 auf etwa 13% zurückging. Der ausgeprägte Margenrückgang in 2023 resultierte aus Portfolioanpassungen und gezielten Investitionen. Sirma AI, das zuvor EBITDA-Margen von nahezu 40% erzielte, jedoch erhebliche laufende Investitionen erforderte, wurde veräußert, wodurch der hochmarginige Ergebnisbeitrag entfiel. Parallel priorisierte das Management die F&E für die Sirma.ai Enterprise Plattform und intensivierte die internationale Vertriebsaktivität. Zusätzliche Aufwendungen entstanden durch die interne Restrukturierung, bei der verbleibende Minderheitsbeteiligungen an wesentlichen Tochtergesellschaften übernommen und in die Muttergesellschaft integriert wurden, was für ein schlankes, skalierbares Betriebsmodell sorgte.

Mit Blick nach vorn befindet sich das Unternehmen auf einem Pfad der Margenerholung. Organisches Umsatzwachstum im Softwaregeschäft sowie steigende Lizenz- und Abonnementerlöse dürften zunehmend die investitionsbedingten Belastungen kompensieren. Strukturelle Obergrenzen bestehen jedoch im Kerngeschäft IT-Dienstleistungen und Systemintegration, bedingt durch begrenzte Differenzierungsmöglichkeiten und Wettbewerb durch Near- und Offshoring-Anbieter sowie kostengünstigen Mitbewerbern aus Asien.

Positionen unterhalb des EBIT haben historisch nur geringen Einfluss auf das Konzernergebnis, sodass der Jahresüberschuss eng mit dem operativen Ergebnis korreliert. Das Finanzergebnis fällt in einem normalen Umfeld leicht negativ aus. 2022 gab es einen einmaligen Beteiligungsverlust von 6,1 Mio. EUR durch den Verkauf der verbleibenden Anteile an Sirma AI (Ontotext). Die durchschnittliche Steuerquote von 2018 bis 2025 lag bei 9,8%, weitgehend im Einklang mit dem bulgarischen Körperschaftsteuersatz von 10%. Minderheitenanteile spielten mit durchschnittlich 0,5 Mio. EUR eine untergeordnete Rolle und erreichten ein Maximum von 0,8 Mio. EUR 2021.

Die historische und erwartete Entwicklung des Jahresüberschusses sowie der Nettomarge stellt sich zusammenfassend wie folgt dar:

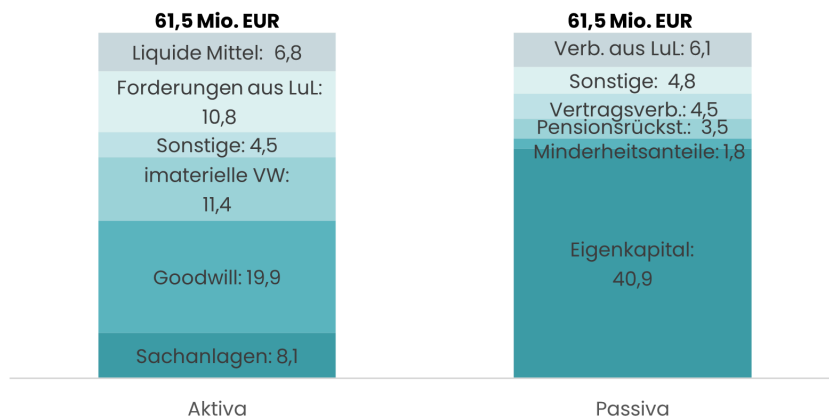


Quelle: Unternehmen, Montega

Bilanz spiegelt Geschäftsmodell mit geringem Kapitalbedarf wider

Die Bilanzstruktur von Sirma ist durch einen hohen Anteil immaterieller Vermögenswerte geprägt, die rund die Hälfte der Gesamtaktiva ausmachen.

Bilanzstruktur
(zum 31.12.2025; in Mio. EUR)



Quelle: Unternehmen, Montega

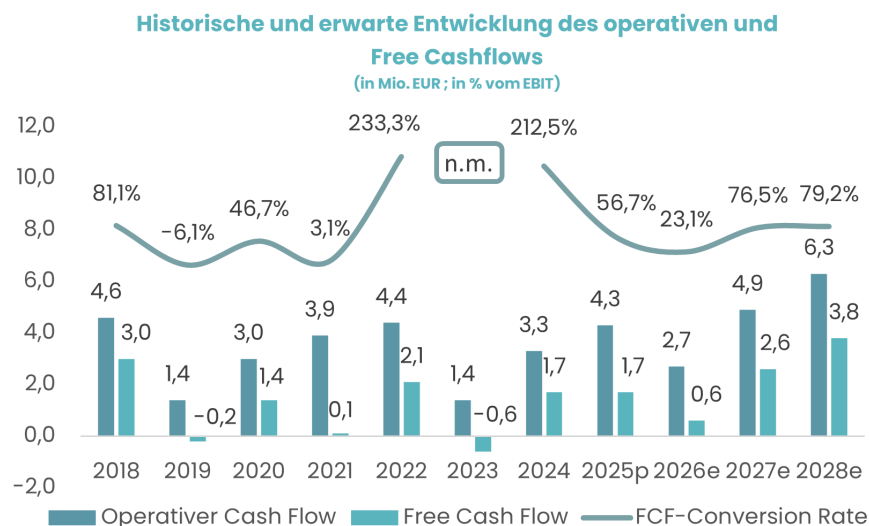
Die Working-Capital-Struktur des Konzerns wird maßgeblich durch Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von 10,8 Mio. EUR sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 6,1 Mio. EUR bestimmt. Ergänzend sind Vorräte von 1,8 Mio. EUR, geleistete Anzahlungen von 2,2 Mio. EUR sowie Vertragsverbindlichkeiten von 2,3 Mio. EUR zu nennen. Das Working Capital belief sich zum Ende des Geschäftsjahres 2025 auf 6,4 Mio. EUR. Im Jahresverlauf unterliegt es typischen saisonalen Schwankungen. Während Sirma Lieferantenverbindlichkeiten häufig im ersten Quartal begleicht, konzentrieren sich Kundeneingänge auf das vierte Quartal. Auf Basis historischer Jahresendwerte liegt die durchschnittliche Working-Capital-Quote bei 9,7% des Umsatzes.

Dem wenig kapitalintensiven Geschäftsmodell entsprechend verfügt Sirma über ein geringes Sachanlagevermögen, das überwiegend aus Gebäuden mit einem Buchwert von 5,8 Mio. EUR besteht. Die immateriellen Vermögenswerte umfassen im Wesentlichen selbst erstellte Softwareprodukte mit einem Buchwert von 5,7 Mio. EUR sowie Nutzungsrechte an Softwaremodulen in Höhe von 1,5 Mio. EUR. Darüber hinaus weist die Bilanz einen substantiellen Goodwill aus vergangenen Akquisitionen aus, der den Umstand widerspiegelt, dass der Buchwert übernommener Unternehmen nicht die langfristige Ertragskraft reflektiert. Wesentliche Positionen sind der Goodwill aus der Akquisition von Sciant (7,1 Mio. EUR) sowie aus der Roweb-Transaktion (4,6 Mio. EUR).

Auf der Passivseite weist der Konzern eine ausgeprägt konservative Finanzierungsstruktur auf, die überwiegend eigenkapitalbasiert ist. Die Finanzverbindlichkeiten liegen derzeit unterhalb des Kassenbestands und werden durch eine langfristige Kreditlinie der United Bulgarian Bank AD bestimmt. Diese weist eine ausstehende Verbindlichkeit von 4,4 Mio. EUR auf und ist zu einem variablen Zinssatz verzinst, der sich aus dem kurzfristigen Referenzsatz der Zentralbank (Stand Februar 2026: 2,0%) zuzüglich eines fixen Aufschlags von 2,9% p.a. zusammensetzt.

Wenngleich der aktuelle Verschuldungsgrad gering ist, hat das Management klare Ambitionen zur weiteren anorganischen Expansion signalisiert. Für 2026 ist eine potenzielle Akquisition angedacht, die voraussichtlich fremdfinanziert werden soll. Diese Strategie wird durch die breite Verfügbarkeit kostengünstiger Bankfinanzierungen in Bulgarien gestützt, die Sirma die notwendige finanzielle Flexibilität zur Umsetzung seiner M&A-Strategie bietet, ohne die generelle Stabilität der Bilanz zu gefährden.

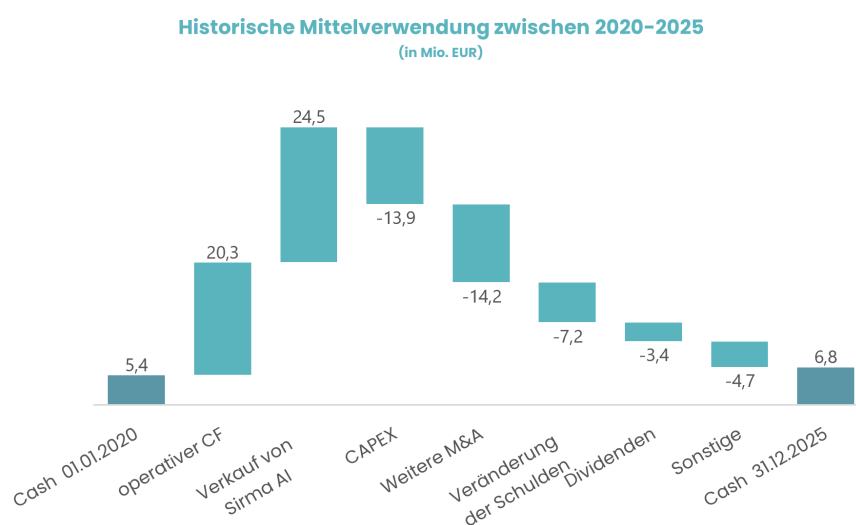
Stabile Free Cashflow Generierung erwartet



Quelle: Unternehmen, Montega

Das historische Cashflow-Profil von Sirma ist durch erhebliche Schwankungen geprägt, die in erster Linie auf Veränderungen im Working Capital zurückzuführen sind, wie etwa die deutlichen Aufbaueffekte in den Jahren 2019 und 2021. Im Zeitraum 2018 bis 2025 lag die durchschnittliche Working-Capital-Quote des Konzerns bei rund 9,7% des Umsatzes. Im Jahr 2022 stieg die Conversion Rate auf über 200% an, was einer technischen Verzerrung durch eine erhebliche einmalige nicht liquiditätswirksame Wertminderung geschuldet war, die das EBIT belastete. Der Cashflow im Jahr 2025 wurde durch einen Wiederaufbau des Working Capitals belastet, nachdem dieses im Jahr 2024 ein ungewöhnlich niedriges Niveau aufgewiesen hatte. Diesen Trend erwarten wir in 2026 in verstärktem Maße. Für die Folgejahre ab 2027 unterstellt unsere Prognose eine Normalisierung der Working-Capital-Entwicklung, die weitgehend im Einklang mit dem steigenden Geschäftsvolumen wächst. Wir erwarten eine Rückkehr zu einer starken Cashflow-Generierung und modellieren eine nachhaltige FCF-Conversion Rate von annähernd 80% des EBIT.

Um die Cashflow-Generierung und die Kapitalallokationsstrategie des Konzerns losgelöst von jährlichen Schwankungen zu beurteilen, analysieren wir die kumulierten Zahlungsströme der vergangenen sechs Jahre. In diesem Zeitraum stieg der Kassenbestand von 5,4 Mio. EUR zu Beginn des Jahres 2020 auf 6,8 Mio. EUR zum Ende des Jahres 2025. Wie die nachstehende Abbildung verdeutlicht, dominierten M&A-Aktivitäten das Bild auf beiden Seiten: Desinvestitionen stellten den wesentlichen Mittelzufluss dar, während Akquisitionen den größten Anteil der Mittelabflüsse ausmachten.



Quelle: Unternehmen, Montega

Operativer Cashflow: Im betrachteten Sechsjahreszeitraum erzielte Sirma einen kumulierten operativen Cashflow von 20,3 Mio. EUR. Diese Größe beinhaltet bereits einen Working-Capital-Aufbau von 2,6 Mio. EUR, der den mit dem wachsenden Geschäftsvolumen einhergehenden Kapitalbedarf widerspiegelt.

Veräußerung Sirma AI: Der Verkauf der Tochtergesellschaft Sirma AI AD stellte den bedeutendsten Zufluss im Betrachtungszeitraum dar. Im September 2022 wurde ein Anteil von 76,2% an Integral Venture Partners für einen Nettokaufpreis von 15,0 Mio. EUR veräußert, was einem Unternehmenswert von 24,1 Mio. EUR entspricht. Der vollständige Exit erfolgte im März 2023 mit dem Verkauf der verbleibenden Beteiligung für 9,5 Mio. EUR.

Sonstige M&A-Aktivitäten: Auf der Käuferseite wurden Mittel vorrangig für die Akquisitionen von Sciant AD und Roweb eingesetzt. Sciant wurde in zwei Tranchen erworben. Im Jahr 2021 wurde zunächst ein Anteil von 80% für 5,2 Mio. EUR übernommen, was einer Unternehmensbewertung von 6,4 Mio. EUR entsprach. Bei einem Umsatz von 7,0 Mio. EUR und einem EBITDA von 1,1 Mio. EUR im Jahr 2022 ergab sich ein Forward EV/EBITDA von 5,6x, was für eine attraktive Bewertung spricht. Die verbleibenden Anteile wurden 2023 für 2,0 Mio. EUR erworben. Im Jahr 2024 übernahm Sirma 51% an Roweb für einen Gesamtpreis von 5,7 Mio. EUR (Unternehmenswert: 10,5 Mio. EUR). Im Jahr 2025 erzielte Roweb einen Umsatz von 7,3 Mio. EUR bei einem EBITDA von 1,3 Mio. EUR.

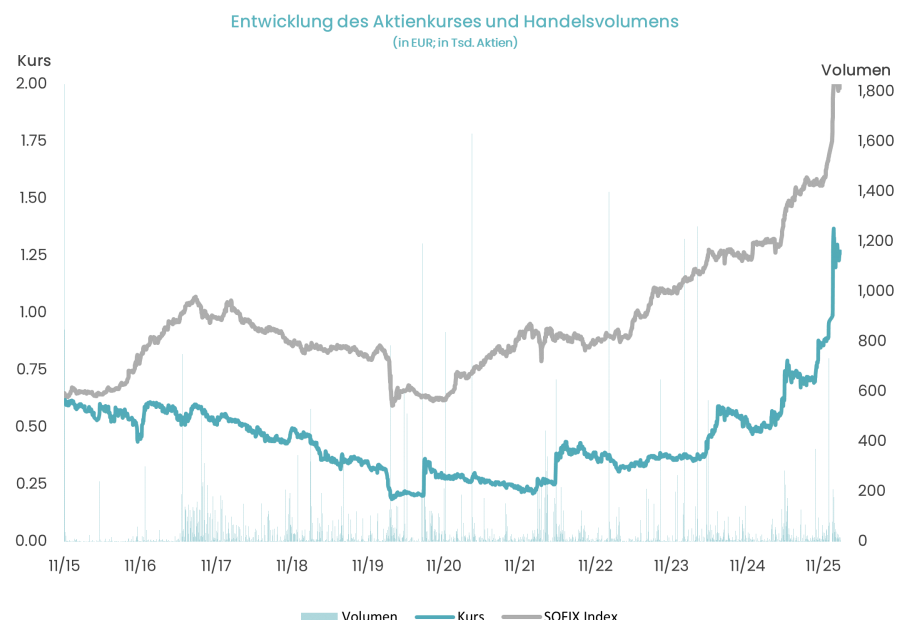
CAPEX: Die Investitionsausgaben beliefen sich kumuliert auf 13,9 Mio. EUR, aufgeteilt in 9,9 Mio. EUR für immaterielle Vermögenswerte und 3,9 Mio. EUR für Sachanlagen. Diese Verteilung unterstreicht den kapitalarmen Charakter des Geschäftsmodells, das durch einen geringen Bedarf an physischen Investitionen und ein moderates Niveau aktivierter Entwicklungskosten gekennzeichnet ist.

Schuldenentwicklung: Die Liquiditätszuflüsse wurden zur deutlichen Entschuldung der Bilanz genutzt, was zu einer Nettotilgung von 7,2 Mio. EUR führte. Dies hat eine solide Finanzierungsstruktur etabliert, die dem Konzern ausreichend Spielraum für eine Fremdfinanzierung künftiger Akquisitionen bietet.

Dividenden an die Aktionäre der Holdinggesellschaft beliefen sich kumuliert auf 3,4 Mio. EUR. Im Anschluss an den Sirma-AI-Exit zahlte das Unternehmen 2023 eine Sonderdividende für das Geschäftsjahr 2022 aus, sodass die Gesamtdividende für dieses Jahr 0,025 EUR je Aktie betrug. Für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 wurden jeweils 0,01 EUR je Aktie ausgeschüttet.

Sonstige Effekte auf die Liquiditätsposition umfassen im Wesentlichen Aktienrückkäufe in Höhe von 1,3 Mio. EUR sowie Dividendenzahlungen an Minderheitsaktionäre von Tochtergesellschaften.

Starke Kursentwicklung in den letzten Jahren



Quelle: Capital IQ, investing.com, BSE, Montega

Nach dem Börsengang im November 2015 entwickelte sich der Aktienkurs von Sirma zunächst seitwärts und konnte an der deutlichen Rallye des bulgarischen Leitindex **SOFIX** nicht partizipieren. In der Folge gerieten sowohl die Aktie als auch der Gesamtmarkt in einen mehrjährigen Abwärtstrend, der durch die COVID-19-Pandemie weiter verschärft wurde. Auffällig ist, dass Sirma sich von der anschließenden Markterholung entkoppelte und auf gedrücktem Niveau verharrte, obwohl ein temporärer Anstieg im August 2020 durch stabile Q1/20-Ergebnisse eine anfängliche Resilienz gegenüber der Pandemie signalisierte. Eine strukturelle Trendwende wurde 2022 durch die angekündigte Veräußerung von Sirma AI ausgelöst, die erhebliche Mittel freisetzte und zu einem Jahresplus von +65% führte. Nach einer Konsolidierungsphase 2023 beschleunigte sich die Dynamik deutlich: Die Aktie legte 2024 um rund 30% zu und verdoppelte sich 2025 mit einem Anstieg von +102%. Diese Rallye setzt sich auch im laufenden Jahr fort, getragen vom positiven Sentiment im Zusammenhang mit Bulgariens offiziellem Beitritt zur Eurozone.

Bewertung spiegelt Chancen des Geschäftsmodells wider

Nach der starken Kursentwicklung im bisherigen Jahresverlauf wird die Sirma-Aktie derzeit mit einem 2026e EV/EBITDA-Multiple von 14,6x gehandelt, was die bereits erfolgte Anerkennung des Marktpotenzials der KI-Plattform und -Dienstleistungen durch den Kapitalmarkt zeigt. Die Unternehmensbewertung erfolgte auf Basis eines DCF-Modells; ergänzend wurden Peer-Group-Multiples zur Einordnung herangezogen.

- **DCF-Modell:** Unser DCF-Modell unterstellt im Planungszeitraum 2025 bis 2031 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 8,6% sowie eine Ausweitung der EBIT-Marge von 4,6% im Jahr 2025 auf 10,0% im Jahr 2031. Unter Anwendung eines WACC von 9,9% ergibt sich ein fairer Wert je Aktie von 1,50 EUR.
- **Peer-Group-Analyse:** Unsere Peer-Group umfasst sieben Anbieter aus den Bereichen IT-Dienstleistungen und Systemintegration. Wenngleich die Analyse für diese Vergleichsunternehmen deutlich niedrigere Bewertungsmultiples ausweist, erachten wir die Vergleichbarkeit als eingeschränkt.

Fazit

Wir erwarten, dass die KI-Transformation von Unternehmen zum zentralen Wachstumstreiber künftiger IT-Dienstleistungsaktivitäten avanciert. Sirma ist in diesem Bereich als führender bulgarischer IT-Dienstleister mit jahrzehntelanger Erfahrung im Bereich KI-Lösungen gut positioniert. Die selbst entwickelte KI-Plattform bietet Flexibilität bezüglich Deployment und Modellauswahl und erfüllt damit die Marktanforderungen hinsichtlich Kosteneffizienz und Datensouveränität. Risiken verbleiben insofern, als dass die KI die abrechenbaren Consultant-Tage im traditionellen, personalintensiven Geschäftsmodell des Unternehmens spürbar reduzieren könnte. Mit einer Nettoliquidität von 2,3 Mio. EUR ist Sirma für die nächste Wachstumsphase solide aufgestellt, nachdem der Konzern in den vergangenen zehn Jahren ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 14,3% erzielte. Die aktuelle Ertragskraft befindet sich auf moderatem Niveau und ist vorübergehend durch strategische Investitionen in F&E sowie den Ausbau des internationalen Vertriebs komprimiert, die mittelfristig Skalierungspotenzial freisetzen sollten. Das erfahrene Management ist eng mit den Aktionärsinteressen verzahnt. Die Gründer fungieren jeweils als Vorsitzender des Boards bzw. des Vorstands und halten zugleich die größten Einzelbeteiligungen am Unternehmen. Auf Basis unseres DCF-Modells, das die Ausführungsrisiken des strategischen Wandels berücksichtigt, leiten wir einen fairen Wert von 1,50 EUR je Aktie ab und nehmen die Aktie mit einer Kaufempfehlung in die Coverage auf.

SWOT

Sirma bietet IT-Lösungen und -Dienstleistungen mit Schwerpunkt auf regulierte Sektoren wie Finanzwesen, öffentliche Verwaltung und Hospitality. Die Kombination aus ausgeprägter Branchenexpertise, EU-konformer Datensouveränität und Kostenvorteilen schafft nachhaltige Wettbewerbsvorteile. Dem stehen eingeschränkte Differenzierungsmöglichkeiten, größenbedingte Nachteile sowie F&E-Druck gegenüber, die Margen und Skalierbarkeit belasten.

Stärken

- **Langjährige Erfolgsbilanz und KI-Spezialisierung:** Das 1992 gegründete Unternehmen hat sich im Finanz- und öffentlichen Sektor ein hohes Ansehen erarbeitet. Die KI-Kompetenz, eindrucksvoll unter Beweis gestellt durch den erfolgreichen Aufbau und Veräußerung von Ontotext, verschafft Sirma einen klaren Wettbewerbsvorteil im Zuge der zunehmenden Automatisierung von Unternehmensprozessen.
- **Datensouveränität und geopolitische Sicherheit:** Als europäischer Anbieter erfüllt Sirma die EU-Anforderungen an Datensicherung und DSGVO-Konformität. In einem zunehmend geopolitisch sensiblen Umfeld stellt Datensouveränität einen wesentlichen Differenzierungsfaktor gegenüber außereuropäischen Anbietern dar, insbesondere für sicherheitskritische Kunden im Finanz- und öffentlichen Sektor.
- **Wettbewerbsfähige Kostenstruktur und Diversifikation:** Das bulgarische Steuer- und Lohnniveau verschafft Sirma gegenüber westeuropäischen Wettbewerbern strukturelle Preisvorteile bei gleichzeitiger Einbettung in den regulatorischen Rahmen der EU. Das diversifizierte Geschäftsmodell über mehrere Dienstleistungslinien und Zielbranchen hinweg reduziert die Abhängigkeit von einzelnen Sektoren und sorgt für eine ausgewogene Wachstumsstruktur.

Schwächen

- **Margendruck in standardisierten Segmenten:** Die Kernbereiche IT-Dienstleistungen und Systemintegration weisen eine geringe Differenzierung gegenüber regionalen Wettbewerbern auf, was das Margenentfaltungspotenzial begrenzt und die Anfälligkeit für preisgetriebenen Wettbewerb erhöht.
- **Größennachteile gegenüber internationalen Wettbewerbern:** Obwohl Sirma zu den größeren IT-Dienstleistern Bulgariens zählt, konkurriert das Unternehmen mit deutlich kapitalstärkeren internationalen Anbietern. Dieses Größengefälle begrenzt die Möglichkeiten, Expansionspläne zu forcieren und substanzielle F&E-Investitionen zu tätigen.
- **Geografisches Konzentrationsrisiko:** Als primär in Bulgarien verwurzeltes Unternehmen bleibt Sirma in gewissem Maße konjunkturellen Schwankungen, politischen Rahmenbedingungen sowie der Verfügbarkeit lokaler Fachkräfte ausgesetzt, was die Skalierbarkeit außerhalb regionaler Märkte einschränken könnte.

Chancen

- **Sirma.ai Enterprise Platform:** Die KI-Unternehmensplattform von Sirma eröffnet die strategische Chance, auch gegenüber größeren Wettbewerbern wirkungsvoll zu bestehen, indem skalierbare und differenzierte Produktlösungen bereitgestellt werden, die Marktanteilsgewinne in margenstarken Enterprise-Segmenten ermöglichen.
- **KI als Wettbewerbsausgleich:** Dank des Einsatzes von KI kann Sirma im Produktgeschäft größere Konkurrenten durch schnellere Innovation und gesteigerte Produktkomplexität herausfordern, ohne über vergleichbarer F&E-Kapazität zu verfügen.
- **Strategisches anorganisches Wachstum:** Sirma verfolgt eine gezielte Akquisitionsstrategie, die auf einen unmittelbaren Ergebnisbeitrag ausgerichtet ist und gleichzeitig den strategischen Zugang zu spezialisiertem Fachpersonal, etablierten Kundenbeziehungen sowie komplementären Technologien und Produkten sichert, um die Wettbewerbsposition des Konzerns nachhaltig zu stärken.

Bedrohungen

- **KI-getriebene Disruption im Dienstleistungsgeschäft:** Fortschritte in der künstlichen Intelligenz stellen eine strukturelle Herausforderung für Sirmas traditionelles Dienstleistungsgeschäft dar, da die zunehmende Automatisierung von Softwareentwicklungsaufgaben das Volumen abrechenbarer Tage in Beratungs- und Projektgeschäften mittelfristig verringern könnte.
- **F&E-Investitionen als Margenbremse:** Die derzeit hohen Investitionen in F&E-Projekte wie die KI-Unternehmensplattform belasten die kurzfristige Margenentwicklung. Der Erfolg hängt maßgeblich von einer zeitnahen Kommerzialisierung und der Marktdurchdringung ab.
- **Erosion des Standortvorteils:** Der zunehmende Wettbewerb um qualifizierte Ingenieure im reifenden bulgarischen IT-Ökosystem gefährdet Sirmas Fähigkeit, Schlüssel Talente für seine KI- und Produktinitiativen zu gewinnen und zu binden. Die damit einhergehende Lohninflation könnte den Kostenvorteil gegenüber westeuropäischen Wettbewerbern mittelfristig schrittweise aushöhlen.

Bewertung

Die Bewertung der Sirma Group Holding erfolgte auf Basis eines DCF-Modells. Ergänzend wurden die Bewertungsmultiples einer Peer-Group herangezogen. Nachfolgend werden die zentralen Modellprämissen sowie die Zusammensetzung der Peer-Group dargestellt.

DCF-Modell

Unser DCF-Modell bildet das mittel- und langfristige Wachstumspotenzial ab, das aus der robusten Marktnachfrage nach IT-Dienstleistungen, insbesondere KI-getriebenen Anwendungsfällen, sowie der strategischen Expansion von Sirma resultiert. Die laufenden Investitionen des Konzerns in F&E und internationales Marketing dürften als zusätzlicher Wachstumstreiber auf der Umsatzseite wirken. Konkret prognostizieren wir einen Umsatz-CAGR von 13,7% im Zeitraum 2024 bis 2028, gestützt durch das starke Wachstum im Geschäftsjahr 2025. Für den Zeitraum 2028 bis 2031 unterstellen wir ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 8,7% sowie eine Wachstumsrate von 2,0% für die Ermittlung des Terminal Value.

Hinsichtlich der Profitabilität erwarten wir keine Rückkehr zu den historischen EBITDA-Margen von rund 20% (Niveau vor 2022), da das aktuelle Wettbewerbsumfeld durch verstärkten Druck sowohl westeuropäischer Anbieter mit Nearshoring-Delivery-Centern als auch asiatischer Niedrigkostenanbieter geprägt ist. Wir modellieren eine Stabilisierung auf in etwa dem Niveau von 2025p von 8,1%, was bereits eine deutliche Erholung gegenüber dem vorherigen Tiefpunkt darstellt. Ein leichter Rückgang im Jahr 2026 spiegelt den fortgesetzten Investitionsfokus des Unternehmens auf künftiges Wachstum wider. Mit zunehmenden Skaleneffekten und dem Abklingen des margenverwässernden Effekts der Anfangsinvestitionsphase in die Sirma.ai Enterprise Plattform erwarten wir einen Anstieg der EBITDA-Marge auf 8,7% bis 2028e. Unter Berücksichtigung der geplanten Verschiebung des Produkt- und Leistungsmix hin zu margenstarken Softwareprodukten unterstellen wir eine EBITDA-Marge von 12,4% für den Terminal Value (entsprechend einer EBIT-Marge von 10,0%).

Für das Working Capital prognostizieren wir im Jahr 2026e einen ausgeprägteren Aufbau, der vorrangig auf die Begleichung von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen ist. Für die Folgejahre modellieren wir einen gleichmäßigen Anstieg des gebundenen Kapitals im mittleren sechsstelligen Bereich, der die Expansion des Konzerns widerspiegelt. Auch wenn die tatsächlichen Werte aufgrund projektspezifischer Abrechnungszyklen jährlich schwanken können, spiegelt der langfristige Trend einen stabilen Kapitalbedarf wider. Auf Basis dieser Annahmen prognostizieren wir Free Cashflows zwischen 0,8 Mio. EUR und 3,9 Mio. EUR in der Detailplanungsphase sowie einen Anstieg auf eine Bandbreite von 4,9 Mio. EUR bis 7,8 Mio. EUR im mittelfristigen Planungszeitraum.

Wenngleich der Konzern von regionaler und vertikaler Diversifikation profitiert, geht der technologische Wandel in hohem Tempo vonstatten und der strategische Schwenk hin zu eigenentwickelten Softwareprodukten bringt ein erhöhtes Maß an Unsicherheit mit sich. Vor diesem Hintergrund setzen wir in unserem Modell ein Beta von 1,5 an.

Als risikofreien Zinssatz setzen wir 2,5% auf Basis langfristiger festverzinslicher Wertpapiere an. Bei einer angenommenen Markttrendite von 9,0% ergibt sich eine Marktrisikoprämie von 6,5%. Da wir erwarten, dass Sirma den Fremdfinanzierungsanteil künftig erhöht, etwa zur Finanzierung von Akquisitionen, unterstellen wir einen Verschuldungsgrad von 30%. Mit Eigenkapitalkosten von 12,25% und Fremdkapitalkosten von 5,0% ergibt sich ein WACC von 9,93%.

Auf Basis unseres DCF-Modells errechnen wir einen fairen Wert je Aktie der Sirma Group Holding von 1,50 EUR.

DCF Modell

Angaben in Mio. EUR

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
Umsatz	66,2	71,0	77,5	84,5	92,2	100,4	108,5	110,6
Veränderung	30,8%	7,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,0%	2,0%
EBIT	3,0	2,6	3,4	4,8	6,3	7,8	9,8	11,1
EBIT-Marge	4,6%	3,7%	4,4%	5,7%	6,8%	7,8%	9,0%	10,0%
NOPAT	2,5	2,4	3,1	4,3	5,7	7,1	8,8	10,0
Abschreibungen	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
in % vom Umsatz	3,6%	3,6%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,4%	2,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,5	-2,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2
- Investitionen	-2,6	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,7
Investitionsquote	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,7%	2,4%
Übriges								
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,2	0,8	2,8	3,9	4,9	6,1	7,8	9,8
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	2,3	0,7	2,3	3,0	3,4	3,9	4,5	64,7
Kumuliert	2,3	3,0	5,3	8,3	11,7	15,5	20,0	84,7

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	84,7
Terminal Value	64,7
Anteil vom Tpv-Wert	76%
Verbindlichkeiten	6,1
Liquide Mittel	7,8
Eigenkapitalwert	86,4

Aktienzahl (Mio.)	57,79
Wert je Aktie (EUR)	1,50
+Upside / -Downside	15%
Aktienkurs (EUR)	1,30

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,50
WACC	9,9%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	8,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	8,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	4,6%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	6,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	10,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,43%	1,31	1,36	1,39	1,42	1,49
10,18%	1,35	1,41	1,44	1,47	1,55
9,93%	1,40	1,46	1,50	1,53	1,61
9,68%	1,45	1,52	1,55	1,59	1,68
9,43%	1,50	1,57	1,61	1,66	1,75

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

EBIT-Marge ab 2032e

WACC	9,50%	9,75%	10,00%	10,25%	10,50%
10,43%	1,34	1,36	1,39	1,42	1,44
10,18%	1,39	1,41	1,44	1,47	1,50
9,93%	1,44	1,47	1,50	1,52	1,55
9,68%	1,49	1,52	1,55	1,58	1,61
9,43%	1,55	1,58	1,61	1,65	1,68

Quelle: Montega

Peergroup-Analyse

Die Peergroup setzt sich überwiegend aus IT-Dienstleistern zusammen, die in vergleichbaren Regionen tätig sind oder ein ähnliches Geschäftsmodell mit einer Mischung aus IT-Dienstleistungen und Systemintegration aufweisen. Die Aussagekraft der Analyse ist begrenzt, da für mehrere Vergleichsunternehmen keine belastbaren Konsensdaten verfügbar sind. Dies betrifft insbesondere bulgarische Unternehmen wie Telelink Business Services Group AD und Wiser Technology AD, die wir daher von der Betrachtung ausgeschlossen haben.

- **DXC Technology** ist ein weltweit tätiger US-amerikanischer IT-Konzern, dessen Leistungsspektrum von IT-Outsourcing und Cloud-Lösungen bis hin zur Modernisierung gewachsener IT-Infrastrukturen für internationale Großunternehmen und den öffentlichen Sektor reicht. In Bulgarien ist DXC über ein globales Delivery Center mit bedeutender lokaler Präsenz vertreten.
- **Endava plc (UK)** ist ein britischer Anbieter von Beratungsleistungen zur digitalen Transformation sowie von Software-Engineering-Dienstleistungen. Rumänien fungiert als primärer Delivery-Standort und beheimatet rund ein Drittel der Gesamtbelegschaft; weitere 25% der Mitarbeiter sind auf andere Standorte verteilt, darunter Bulgarien, dem das Unternehmen vergleichbare operative Vorteile attestiert.
- **Bechtle AG** ist das größte IT-Dienstleistungshaus Deutschlands und einer der führenden Anbieter von IT-E-Commerce-Dienstleistungen in Europa. Das Unternehmen operiert über zwei Segmente: IT-Systemintegration & Managed Services sowie IT-E-Commerce. Der Geschäftsschwerpunkt liegt klar im DACH-Raum, mit einem hohen Anteil an Kunden aus dem öffentlichen Sektor.
- **Cancom SE** ist ein deutscher IT-Dienstleister mit einem ganzheitlichen Leistungsangebot, das IT-Beratung, Systemintegration, Managed Services, IT-Support sowie Hardware- und Softwareimplementierung einschließt und durch E-Procurement- und Logistiklösungen ergänzt wird.
- **audius SE** ist ein deutscher IT-Dienstleister, der in den drei annähernd gleichgewichteten Segmenten IT-Services, Software/Cloud und Telekommunikation tätig ist. Das Leistungsspektrum umfasst den Vertrieb und die Systemintegration von IT-Hardware, kundenspezifische Softwareentwicklung sowie Lösungen auf Basis von Microsoft Dynamics.
- **Asseco Poland S.A.** ist eines der größten Softwareunternehmen Mittel- und Osteuropas und Muttergesellschaft der international tätigen Asseco-Gruppe. Das an der Warschauer Börse notierte Unternehmen ist in zahlreichen europäischen Ländern sowie in Israel und den USA präsent. Das Kerngeschäft umfasst die Entwicklung eigenentwickelter branchenspezifischer Softwarelösungen, insbesondere für Banken, Versicherungen und den öffentlichen Sektor, ergänzt durch IT-Dienstleistungen, Systemintegration und Wartung. Das Geschäftsmodell zeichnet sich durch einen hohen Anteil wiederkehrender Umsätze sowie akquisitionsgetriebenes Wachstum aus.
- **Bittnet Systems SA** ist ein rumänisches Unternehmen mit Schwerpunkt auf IT-Dienstleistungen, IT-Schulungen und Cybersicherheit, das aus dem IT-Trainingsgeschäft hervorgegangen ist. Zertifizierte IT-Schulungsprogramme dienen dabei häufig als Einstiegspunkt für weiterführende Leistungen wie Cloud-Migrationen, Infrastrukturprojekte und Cybersicherheitslösungen. Zu den Kunden zählen unter anderem Banken wie die Banca Transilvania sowie Unternehmen wie Orange Romania. Die Umsätze werden ausschließlich in Rumänien erwirtschaftet.

Die Analyse zeigt, dass die identifizierten Vergleichsunternehmen über alle wesentlichen Kennzahlen hinweg zu deutlich niedrigeren Bewertungsmultiples gehandelt werden. So liegt der Median des EV/EBITDA für 2025e bei 6,9x, verglichen mit 14,1x bei Sirma. Angesichts des durchgängig höheren Wachstumsprofils von Sirma gehen wir davon aus, dass der Kapitalmarkt bereits einen wesentlichen Teil des Potenzials jenseits des von der Peer-Group-Analyse abgedeckten Zeitraums 2025e bis 2027e einpreist. Darüber hinaus erscheinen die aktuellen Margen durch laufende F&E-Investitionen vorübergehend komprimiert. Wir erwarten eine Verbesserung der Ertragskraft in den Folgejahren, mit einem Margenanstieg auf 8,7% bis 2028, was einer Annäherung an den Peer-Median entspräche.

Peergroup Sirma Group Holding

Unternehmen	EV	EV / Umsatz				Unternehmenswachstum yoy			
	(Mio. LW)	2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	5.126	0,38	0,40	0,40	0,41	-5,3%	-5,8%	-1,6%	-2,4%
Endava plc	505	0,68	0,65	0,68	0,65	-6,8%	4,3%	-4,2%	4,7%
Bechtle AG	4.399	0,70	0,69	0,64	0,60	-1,8%	1,8%	6,9%	6,4%
Cancom SE	901	0,52	0,52	0,50	0,48	14,1%	-1,0%	4,4%	4,8%
audius SE	56	0,67	0,54	0,46	0,44	7,2%	22,9%	18,0%	6,0%
Asseco Poland S.A.	17.558	1,02	0,99	0,90	0,84	1,4%	3,7%	9,4%	7,1%
Bittnet Systems SA	122	0,30	0,52	0,51	0,48	12,5%	-42,1%	1,9%	5,9%
Median		0,7	0,5	0,5	0,5	1,4%	1,8%	4,4%	5,9%
Sirma Group Holding	76,2	1,5	1,2	1,1	1,0	22,8%	30,8%	7,3%	9,2%
Potenzial/Differenz		-56%	-53%	-52%	-51%	21,4 PP	29 PP	2,9 PP	3,3 PP
Fairer Wert je Aktie		0,57	0,60	0,61	0,63				

Unternehmen	EV	EV / Umsatz				EBITDA-Marge			
	(Mio. LW)	2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	5.126	3,70	2,62	2,88	2,92	10,1%	15,2%	14,0%	14,2%
Endava plc	505	8,47	4,47	5,38	4,37	8,0%	14,6%	12,7%	14,9%
Bechtle AG	4.399	10,65	9,14	8,42	7,81	6,6%	7,5%	7,6%	7,7%
Cancom SE	901	7,97	8,79	7,48	6,92	6,5%	6,0%	6,7%	6,9%
audius SE	56	8,00	6,86	5,36	4,77	8,4%	7,9%	8,6%	9,1%
Asseco Poland S.A.	17.558	7,85	6,55	5,85	5,45	13,0%	15,1%	15,5%	15,5%
Bittnet Systems SA	122	9,28	15,21	35,78	6,34	3,2%	3,4%	1,4%	7,6%
Median		8,0	6,9	5,8	5,5	8,0%	7,9%	8,6%	9,1%
Sirma Group Holding	76,2	26,3	14,1	14,7	12,7	5,7%	8,2%	7,3%	7,7%
Potenzial/Differenz		-70%	-51%	-60%	-57%	-2,3 PP	0,2 PP	-1,3 PP	-1,4 PP
Fairer Wert je Aktie		0,38	0,62	0,51	0,55				

Unternehmen	EV	EV/EBIT				EBIT-Marge			
	(Mio. LW)	2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	5.126	30,88	5,03	5,39	5,57	1,2%	7,9%	7,5%	7,4%
Endava plc	505	14,72	5,64	6,87	5,67	4,6%	11,6%	9,9%	11,5%
Bechtle AG	4.399	12,52	13,41	12,04	10,98	5,6%	5,1%	5,3%	5,5%
Cancom SE	901	20,78	22,19	15,18	12,73	2,5%	2,4%	3,3%	3,8%
audius SE	56	11,41	10,23	7,81	6,62	5,9%	5,3%	5,9%	6,6%
Asseco Poland S.A.	17.558	9,75	9,71	8,18	7,46	10,5%	10,2%	11,1%	11,3%
Bittnet Systems SA	122	13,11	304,15	neg.	9,36	2,3%	0,2%	-0,3%	5,2%
Median		13,1	10,2	8,0	7,5	4,6%	5,3%	5,9%	6,6%
Sirma Group Holding	76,2	95,3	25,4	29,3	22,4	1,6%	4,5%	3,7%	4,4%
Potenzial/Differenz		-86%	-60%	-73%	-67%	-3 PP	-0,8 PP	-2,2 PP	-2,2 PP
Fairer Wert je Aktie		0,16	0,51	0,34	0,42				

Unternehmen	Kurs	KGV				Free Cashflow-Yield			
	(LW)	2024	2025e	2026e	2027e	2024	2025e	2026e	2027e
DXC Technology Company	13,35	28,7	3,9	4,2	4,1	14,7%	13,4%	12,7%	12,9%
Endava plc	4,94	16,8	4,4	6,1	5,0	11,6%	9,5%	6,3%	11,5%
Bechtle AG	33,00	16,9	18,1	16,1	14,6	10,7%	4,0%	6,1%	6,5%
Cancom SE	24,05	23,4	26,2	17,8	14,8	18,9%	5,5%	7,8%	7,2%
audius SE	12,40	29,5	23,4	15,7	12,8	6,1%	-2,1%	10,0%	10,8%
Asseco Poland S.A.	182,00	23,9	13,5	21,1	19,2	9,4%	5,1%	10,1%	10,8%
Bittnet Systems SA	0,11	n.v.	neg.	neg.	11,0	n.v.	-14,5%	-5,9%	-3,8%
Median		23,6	15,8	15,9	12,8	11,1%	5,1%	7,8%	10,8%
Sirma Group Holding	1,30	n.v.	65,0	43,3	32,5	2,2%	2,2%	0,8%	3,4%
Potenzial/Differenz		n.v.	-76%	-63%	-61%	-8,9 PP	-2,9 PP	-7 PP	-7,4 PP
Fairer Wert je Aktie		0,00	0,32	0,48	0,51				

Unternehmenshintergrund

Sirma Group Holding ist ein führendes bulgarisches Softwareunternehmen mit Sitz in Sofia, das auf künstliche Intelligenz, Datenmanagement und digitale Transformation spezialisiert ist. Das Unternehmen entwickelt intelligente Systeme, eigenentwickelte Softwareprodukte sowie maßgeschneiderte Lösungen für Kernbranchen wie Finanzdienstleistungen, Gesundheitswesen, Logistik, Fertigung, Handel und den öffentlichen Sektor. Das Produktportfolio ist breit aufgestellt und umfasst KI-gestützte Kommunikationsplattformen, branchenspezifische Softwarelösungen etwa für die Verpackungs- und Gesundheitsbranche sowie umfassende Dienstleistungen in den Bereichen Cloud-Migration, Cybersicherheit und Systemintegration. Sirma positioniert sich als ganzheitlicher Technologiepartner, der KI-Expertise mit tiefem Branchenwissen verbindet und unternehmenskritische Plattformen sowie kundenspezifische Softwareentwicklung anbietet, die flexibel als Cloud- oder On-Premise-Lösung bereitgestellt werden können und dabei Datenkontrolle sowie regulatorische Compliance gewährleisten. Der Wettbewerbsvorteil des Unternehmens gründet auf dem langjährigen B2B-Fokus sowie der Fähigkeit, ein breites Spektrum fortschrittlicher Technologien zu robusten, unternehmensgerechten Lösungen zu integrieren, anstatt sich auf ein einzelnes Produkt oder Ökosystem zu stützen.

Key Facts

Sektor	IT Services
Ticker	SGH
Mitarbeiter	679
Umsatz	66,2 Mio EUR
EBITDA	5,4 Mio. EUR
EBITDA margin	8,1%
Business Modell	Digitale Transformationslösungen für globale Kernbranchen auf Basis spezialisierter Softwareentwicklung, Systemintegration sowie eigener KI-Plattformen.
Standorte	Weltweite Geschäftstätigkeit mit Hauptsitz in Sofia, Bulgarien, sowie weiteren Standorten, überwiegend in Europa und Nordamerika.

Quelle: Unternehmen, Montega, Stand GJ 2025

Key Events in der Firmenhistorie

1992

Gründung von Sirma Artificial Intelligence mit Standorten in Bulgarien und Kanada

1998

Gründung von EngView Systems mit Spezialisierung auf Softwarelösungen für die Verpackungsindustrie

2002

Beginn der Zusammenarbeit mit der führenden bulgarischen Bank im Bereich IT-Consulting sowie Initiierung und Mitgründung der Bulgarian Association of Software Companies.

2008

Aufbau des Daticum Rechenzentrums zur Deckung der steigenden Nachfrage nach Cloud-Diensten, Mietservern, Hosting-Lösungen und Enterprise-Services

2012

Markteinführung der Loyax-Plattform zur Verwaltung und Steuerung von Kundenbindungsprogrammen.

2015

Börsengang an der Bulgarian Stock Exchange

2021

Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an Sciant AD.

2023

Vollständige Übernahme von Sciant AD und Gründung von Sirma AB in Schweden zur Expansion in Nord- und Mitteleuropa sowie in die BENELUX-Staaten.

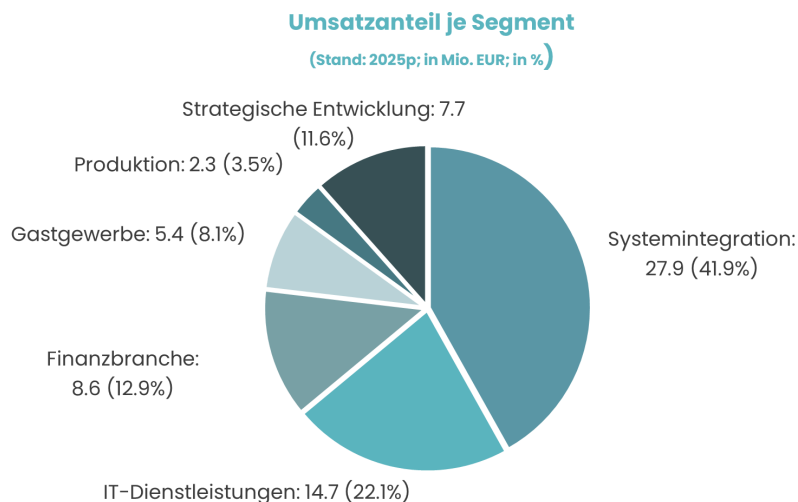
2024

Erwerb der Mehrheitsbeteiligung an Roweb Development sowie umfassende Restrukturierung durch die Konsolidierung von sechs Tochtergesellschaften in die Muttergesellschaft.

2026e

Geplantes Dual-Listing an der Frankfurter Börse

Segmente und Regionen



Quelle: Unternehmen, Stand GJ 2024

Systemintegration: Das Segment Systemintegration umfasst den Vertrieb von Hardware-Systemen, die professionelle Inbetriebnahme sowie die laufende Wartung, die zunehmend durch DevOps-Leistungen ergänzt werden. Die Zielgruppe besteht vorrangig aus dem bulgarischen öffentlichen Sektor sowie lokalen und multinationalen Unternehmen mit Geschäftstätigkeit in Bulgarien, insbesondere aus dem Finanz- und Gesundheitssektor.

Finanzsektor: Sirma nimmt im bulgarischen Finanzmarkt eine marktführende Stellung ein und zählt rund 60% der heimischen Finanzinstitute zu seinen Kunden. Das Leistungsspektrum umfasst Core-Banking-Implementierungen (Oracle FlexCube, Temenos T24) sowie regulatorische Reportinglösungen wie RepXpress. Der Konzern agiert als strategischer Partner für Finanzinstitute auf ihrem Weg zur Digitalisierung und der Implementierung künstlicher Intelligenz.

Gastgewerbe: Das Segment Gastgewerbe (Hospitality) bietet IT-Lösungen für Hotelgruppen und Reiseveranstalter mit Schwerpunkt auf Softwareentwicklung und Schnittstellenlösungen. Im Jahr 2024 gelang dem Segment die erfolgreiche Expansion nach Westeuropa und Nordamerika, begleitet vom Ausbau des abonnementbasierten Managed Integration Services Systems (MIS), das ein durchschnittliches monatliches Wachstum von 10% verzeichnete.

IT-Services: Dieses branchenübergreifende Segment umfasst kundenspezifische Softwareentwicklung, IT-Beratung und Managed Services. Mit regionalem Schwerpunkt auf Großbritannien, dem DACH-Raum, Belgien, Skandinavien und Rumänien betreut das Segment ein breites Spektrum komplexer Mandate. Der Umsatzanteil des Segments ist durch die Akquisition von Roweb Ende 2024 deutlich gestiegen.

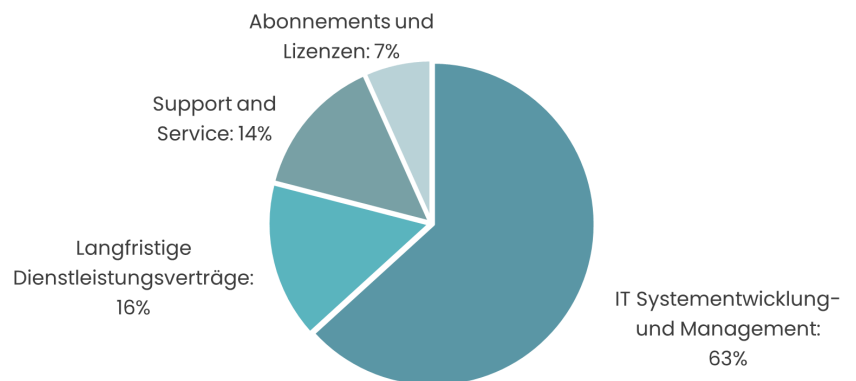
Produktion: Das von der Tochtergesellschaft EngView Systems AD betriebene Segment bietet Software- und Hardwarelösungen für Messtechnik, Qualitätsmanagement und die Automatisierung der Verpackungsindustrie. Das Segment bedient einen globalen Markt von Verpackungs- und Displayherstellern über ein wachsendes Distributorennetzwerk, mit Vertriebsschwerpunkt in Europa und den USA.

Strategische Entwicklung: Das Segment Strategische Entwicklung dient als interne Entwicklungseinheit des Konzerns und umfasst Geschäftsbereiche wie Handel, Logistik, Transport und Gesundheitswesen, die sich noch im Aufbau befinden und noch nicht als eigenständige Einheiten operieren. Neben der Geschäftsentwicklung werden hier nicht zuordenbare Konzernkosten im Zusammenhang mit der strategischen Weiterentwicklung der Gruppe konsolidiert. Das Segment ist als langfristiger Innovationsträger und Ursprung künftiger Wachstumssäulen von zentraler Bedeutung für den Konzern, weist auf Ergebnisebene jedoch typischerweise einen negativen Beitrag aus.

Seit 2025 weist Sirma in seiner Berichterstattung zudem die wiederkehrenden Umsätze gesondert aus. Im Geschäftsjahr 2025 beliefen sich diese auf 25,3 Mio. EUR und entfielen damit auf einen Anteil von 38% am Gesamtumsatz.

Wiederkehrende Umsätze je Segment

(Stand: 2025p; in %)



Quelle: Unternehmen, Montega

IT-Systementwicklung und -management: Im Rahmen dieses langfristig angelegten Modells übernimmt das Unternehmen die vollständige Verantwortung für den Betrieb und die Optimierung von IT-Systemen zur Verbesserung von Sicherheit und Betriebsstabilität. Aufgrund des tiefgreifenden Verständnisses der internen Kundenanforderungen sind diese Engagements in der Regel langfristiger Natur und liefern stabile, gut prognostizierbare Umsatzbeiträge.

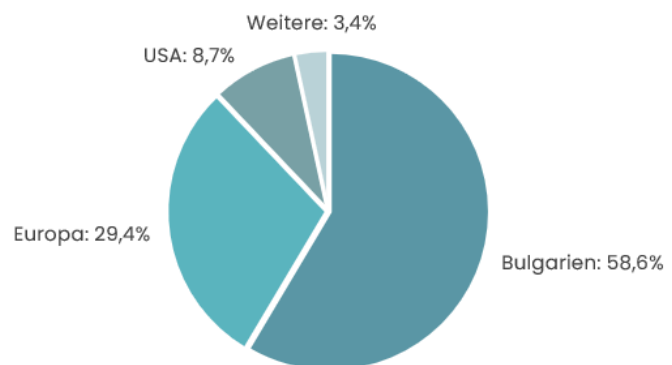
Langfristige Vertragsdienstleistungen: Diese Geschäftsbeziehungen basieren auf Verträgen mit automatischer Verlängerung, sofern keine Kündigung erfolgt. Sie betreffen vorrangig die Entwicklung geschäftskritischer Softwaresysteme, bei denen ein Anbieterwechsel die absolute Ausnahme darstellt und typischerweise nur als letztes Mittel in Betracht gezogen wird. Dieses Modell bietet daher ein hohes Maß an Planungssicherheit und Umsatzstabilität.

Support und Service: Dieser Bereich umfasst Leistungen zur Sicherstellung des reibungslosen Betriebs von Software und Hardware, darunter zeitnahe Fehlerbehebung, planmäßige Updates sowie kontinuierliche Betriebsunterstützung. Derartige Leistungen werden in der Regel auf Basis langfristiger oder unbefristeter Verträge erbracht, die substantielle gegenseitige Verpflichtungen begründen.

Abonnements und Lizenzen: Abonnements basieren auf periodischen Entgelten (z. B. monatlich oder jährlich) für den Zugang zu Softwareleistungen. Trotz der grundsätzlichen Kündigungsflexibilität weist dieses Modell eine hohe Stabilität auf, da weniger als 10% der Kunden ihre Verträge jährlich kündigen.

Umsätze je Region

(Stand: 2025p; in %)



Quelle: Unternehmen, Montega

Sirma erwirtschaftet einen vergleichsweise hohen Anteil seiner Umsätze im Inland, der maßgeblich auf den Vertrieb von IT-Hardware zurückzuführen ist, da internationale Lieferungen häufig der in Bulgarien ansässigen Zahlungsstelle des jeweiligen Kunden in Rechnung gestellt werden. Das verbleibende Dienstleistungsgeschäft ist hingegen überwiegend international ausgerichtet, wobei der bulgarische Umsatzanteil lediglich 38,6% beträgt.

Management

Mit Georgi Marinov und Tsvetan Alexiev stehen zwei der Unternehmensgründer weiterhin an der Spitze von Sirma. Ihr langjähriges operatives Engagement begründet eine tiefe institutionelle Expertise und gewährleistet strategische Kontinuität. Als gleichzeitig größte Einzelaktionäre des Unternehmens besteht eine ausgeprägte Interessenkongruenz mit den Minderheitsaktionären.



Georgi Marinov ist seit der Gründung Vorsitzender des Verwaltungsrats von Sirma Group Holding und prägt die strategische Ausrichtung des Unternehmens seit über drei Jahrzehnten. Der ausgebildete Informatiker und Wirtschaftswissenschaftler schloss 1991 an der Technischen Universität Sofia sowohl ein Masterstudium in Informatik als auch in International Business ab..



Seit 2000 ist Mitgründer **Tsvetan Alexiev** als CEO für die operative Leitung der Sirma Group Holding verantwortlich. Innerhalb des Konzerns war er zudem CEO der Tochtergesellschaft Sirma Solutions (2002–2024) sowie Vorsitzender des Verwaltungsrats von Sirma Business Consulting (2007–2024). Nach seinem Informatikstudium an der Technischen Universität Sofia trat Alexiev 1992 als Softwareentwickler in das Unternehmen ein. Sein Schwerpunkt liegt auf der Entwicklung von Produkten und Dienstleistungen für zentrale Branchen, insbesondere Finanzdienstleistungen, Gesundheitswesen, Transport und Logistik, Hotellerie sowie Messtechnik und Verpackungstechnologie in der Industrie.

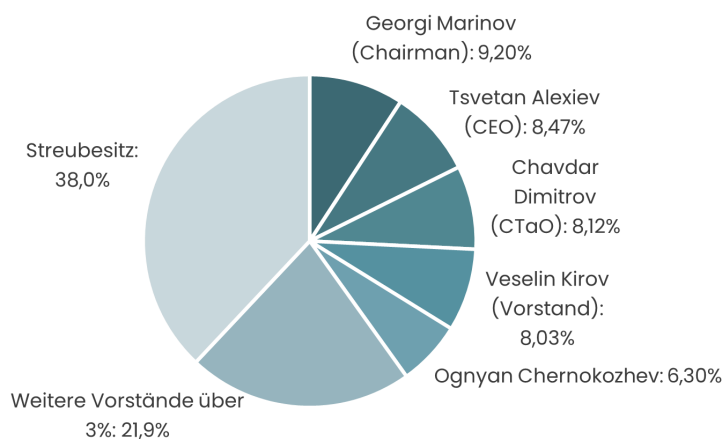


Yordan Nedev ist seit 2022 CFO der Sirma Group Holding und gehört dem Verwaltungsrat seit 2014 an. Zuvor bekleidete er mehrere Führungspositionen, darunter als Geschäftsführer von Bianor sowie der staatlichen bulgarischen Eisenbahnholding. Darüber hinaus leitete er MMD Partners als Managing Partner und stand an der Spitze von Unternehmen wie MMD Scale, CEE Securities und Investor.bg. Seine berufliche Laufbahn begann er als Berater bei Roland Berger Strategy Consultants, wo er unter anderem an Privatisierungsprojekten in der Elektronikindustrie mitwirkte.

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur

(Stand: 31.12.2025)



DCF Modell

Angaben in Mio. EUR

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	Terminal Value
Umsatz	66,2	71,0	77,5	84,5	92,2	100,4	108,5	110,6
Veränderung	30,8%	7,3%	9,2%	9,1%	9,0%	8,9%	8,0%	2,0%
EBIT	3,0	2,6	3,4	4,8	6,3	7,8	9,8	11,1
EBIT-Marge	4,6%	3,7%	4,4%	5,7%	6,8%	7,8%	9,0%	10,0%
NOPAT	2,5	2,4	3,1	4,3	5,7	7,1	8,8	10,0
Abschreibungen	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,6	2,7
in % vom Umsatz	3,6%	3,6%	3,3%	3,1%	2,8%	2,7%	2,4%	2,4%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-0,5	-2,2	-0,6	-0,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,2
- Investitionen	-2,6	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8	-3,0	-2,9	-2,7
Investitionsquote	3,9%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,7%	2,4%
Übriges								
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,2	0,8	2,8	3,9	4,9	6,1	7,8	9,8
WACC	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Present Value	2,3	0,7	2,3	3,0	3,4	3,9	4,5	64,7
Kumuliert	2,3	3,0	5,3	8,3	11,7	15,5	20,0	84,7

Wertermittlung (Mio. EUR)

Total present value (Tpv)	84,7
Terminal Value	64,7
Anteil vom Tpv-Wert	76%
Verbindlichkeiten	6,1
Liquide Mittel	7,8
Eigenkapitalwert	86,4

Aktienzahl (Mio.)	57,79
Wert je Aktie (EUR)	1,50
+Upside / -Downside	15%
Aktienkurs (EUR)	1,30

Modellparameter

Fremdkapitalquote	30,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Beta	1,50
WACC	9,9%
ewiges Wachstum	2,0%

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2025-2028	8,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2025-2031	8,6%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2032	2,0%
Kurzfristige EBIT-Marge	2025-2028	4,6%
Mittelfristige EBIT-Marge	2025-2031	6,0%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2032	10,0%

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
10,43%	1,31	1,36	1,39	1,42	1,49
10,18%	1,35	1,41	1,44	1,47	1,55
9,93%	1,40	1,46	1,50	1,53	1,61
9,68%	1,45	1,52	1,55	1,59	1,68
9,43%	1,50	1,57	1,61	1,66	1,75

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

EBIT-Marge ab 2032e

WACC	9,50%	9,75%	10,00%	10,25%	10,50%
10,43%	1,34	1,36	1,39	1,42	1,44
10,18%	1,39	1,41	1,44	1,47	1,50
9,93%	1,44	1,47	1,50	1,52	1,55
9,68%	1,49	1,52	1,55	1,58	1,61
9,43%	1,55	1,58	1,61	1,65	1,68

Quelle: Montega

G&V (in Mio. EUR) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	40,1	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Bestandsveränderungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	40,0	41,2	50,6	66,2	71,0	77,5
Materialaufwand	17,4	18,9	24,7	32,4	31,6	33,6
Rohhertrag	22,6	22,2	25,9	33,7	39,4	43,9
Personalaufwendungen	17,6	19,9	22,5	27,2	32,1	35,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,7	1,1	1,0	1,6	2,5	2,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,4	0,6	0,5	0,4	0,4
EBITDA	5,2	1,6	2,9	5,4	5,2	6,0
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,9	0,7	0,8	0,9	1,2	1,2
EBITA	4,3	0,9	2,1	4,5	4,0	4,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,4	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,9	-0,3	0,8	3,0	2,6	3,4
Finanzergebnis	-6,7	-0,4	0,0	-0,9	-0,2	-0,2
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-5,7	-0,7	0,8	2,2	2,4	3,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-5,7	-0,7	0,8	2,2	2,4	3,2
EE-Steuern	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,2	0,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-5,5	-0,7	0,6	1,8	2,2	2,9
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-5,5	-0,7	0,6	1,8	2,2	2,9
Anteile Dritter	0,4	0,2	0,3	0,7	0,7	0,8
Jahresüberschuss	-5,9	-0,9	0,3	1,1	1,5	2,1

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktivierete Eigenleistungen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gesamtleistung	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	43,4%	46,0%	48,8%	49,0%	44,5%	43,4%
Rohhertrag	56,5%	54,0%	51,2%	51,0%	55,5%	56,6%
Personalaufwendungen	43,8%	48,4%	44,5%	41,1%	45,2%	46,4%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,9%	2,6%	2,0%	2,5%	3,5%	3,0%
Sonstige betriebliche Erträge	2,2%	1,0%	1,1%	0,7%	0,5%	0,5%
EBITDA	13,0%	4,0%	5,8%	8,1%	7,3%	7,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,1%	1,8%	1,6%	1,3%	1,7%	1,5%
EBITA	10,8%	2,2%	4,2%	6,8%	5,6%	6,2%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	8,5%	2,9%	2,7%	2,2%	1,9%	1,8%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	2,4%	-0,7%	1,5%	4,6%	3,7%	4,4%
Finanzergebnis	-16,7%	-1,1%	0,0%	-1,3%	-0,3%	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-14,3%	-1,8%	1,5%	3,3%	3,4%	4,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	-14,3%	-1,8%	1,5%	3,3%	3,4%	4,2%
EE-Steuern	-0,5%	0,0%	0,4%	0,5%	0,3%	0,4%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-13,8%	-1,8%	1,1%	2,7%	3,1%	3,8%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-13,8%	-1,8%	1,1%	2,7%	3,1%	3,8%
Anteile Dritter	0,9%	0,5%	0,6%	1,1%	1,0%	1,0%
Jahresüberschuss	-14,7%	-2,3%	0,5%	1,6%	2,1%	2,8%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. EUR) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	24,1	23,8	31,3	31,2	31,4	31,8
Sachanlagen	5,1	5,2	7,4	8,1	7,9	7,7
Finanzanlagen	9,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	38,6	29,1	38,7	39,4	39,3	39,4
Vorräte	0,3	1,1	0,9	1,8	1,2	1,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,4	8,0	11,8	10,8	13,9	15,2
Liquide Mittel	10,8	7,5	7,8	6,8	6,5	7,9
Sonstige Vermögensgegenstände	4,4	3,2	1,5	2,7	2,7	2,7
Umlaufvermögen	23,9	19,8	21,9	22,1	24,3	27,1
Bilanzsumme	62,5	48,8	60,6	61,5	63,6	66,5
PASSIVA						
Eigenkapital	43,7	38,6	41,3	40,9	41,8	43,0
Anteile Dritter	2,6	2,1	2,0	1,8	2,5	3,3
Rückstellungen	0,2	0,4	0,4	0,9	0,9	1,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,6	1,3	3,8	5,3	5,3	5,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8	2,4	7,8	6,1	5,8	6,4
Sonstige Verbindlichkeiten	6,6	4,1	5,3	6,6	7,2	7,5
Verbindlichkeiten	16,3	8,1	17,4	18,8	19,3	20,2
Bilanzsumme	62,5	48,8	60,6	61,5	63,6	66,5

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	38,6%	48,9%	51,7%	50,8%	49,4%	47,8%
Sachanlagen	8,1%	10,7%	12,2%	13,2%	12,4%	11,6%
Finanzanlagen	15,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	61,8%	59,5%	63,9%	64,0%	61,8%	59,3%
Vorräte	0,5%	2,2%	1,4%	2,9%	1,9%	2,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	13,4%	16,3%	19,4%	17,6%	21,9%	22,9%
Liquide Mittel	17,3%	15,4%	12,8%	11,1%	10,2%	11,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	7,0%	6,6%	2,4%	4,4%	4,2%	4,1%
Umlaufvermögen	38,2%	40,5%	36,1%	36,0%	38,2%	40,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	69,9%	79,1%	68,1%	66,5%	65,7%	64,6%
Anteile Dritter	4,1%	4,3%	3,2%	3,0%	4,0%	5,0%
Rückstellungen	0,4%	0,8%	0,7%	1,4%	1,5%	1,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,1%	2,6%	6,2%	8,6%	8,4%	8,1%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,0%	4,9%	12,9%	9,9%	9,2%	9,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	10,6%	8,4%	8,8%	10,8%	11,3%	11,2%
Verbindlichkeiten	26,0%	16,7%	28,6%	30,6%	30,3%	30,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-5,5	-0,7	0,6	1,8	2,2	2,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,9	0,7	0,8	0,9	1,2	1,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,4	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,5	3,3	-1,9	0,1	0,0	0,0
Cash Flow	2,2	4,6	0,9	4,7	4,9	5,5
Veränderung Working Capital	2,2	-3,1	2,5	-0,5	-2,2	-0,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,4	1,4	3,3	4,3	2,7	4,9
CAPEX	-2,3	-2,0	-1,6	-2,6	-2,1	-2,3
Sonstiges	12,1	6,6	-3,3	-1,8	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	9,9	4,6	-5,0	-4,4	-2,1	-2,3
Dividendenzahlung	-0,7	-1,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-6,1	-6,7	2,6	0,9	-0,3	-0,4
Sonstiges	-2,5	-1,0	-0,2	-0,9	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-9,2	-9,2	1,9	-0,6	-0,9	-1,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	5,1	-3,2	0,3	-0,8	-0,3	1,4
Endbestand liquide Mittel	5,1	-3,2	0,3	6,8	6,5	7,9

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kennzahlen Sirma Group Holding JSC	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Ertragsmargen						
Rohertragsmarge (%)	56,5%	54,0%	51,2%	51,0%	55,5%	56,6%
EBITDA-Marge (%)	13,0%	4,0%	5,8%	8,1%	7,3%	7,7%
EBIT-Marge (%)	2,4%	-0,7%	1,5%	4,6%	3,7%	4,4%
EBT-Marge (%)	-14,3%	-1,8%	1,5%	3,3%	3,4%	4,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	-13,8%	-1,8%	1,1%	2,7%	3,1%	3,8%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	1,7%	-0,8%	2,1%	7,4%	6,1%	7,7%
ROE (%)	-10,2%	-2,0%	0,6%	2,5%	3,5%	4,8%
ROA (%)	-9,4%	-1,9%	0,4%	1,7%	2,3%	3,2%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. EUR)	-3,0	-6,0	-3,6	-0,7	-0,3	-1,6
Net Debt / EBITDA	-0,6	-3,6	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3
Net Gearing (Net Debt/EK)	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	2,1	-0,6	1,7	1,7	0,6	2,6
Capex / Umsatz (%)	5%	9%	0%	4%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	11%	11%	10%	6%	8%	9%
Bewertung						
EV/Umsatz	1,9	1,9	1,5	1,2	1,1	1,0
EV/EBITDA	14,7	46,3	26,1	14,2	14,6	12,7
EV/EBIT	80,9	-	99,6	25,3	29,0	22,2
EV/FCF	35,5	-	43,9	45,2	127,5	29,1
KGv	-	-	285,7	65,0	43,3	32,5
KBV	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7
Dividendenrendite	1,9%	0,8%	0,8%	0,8%	1,2%	1,5%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Disclaimer

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind. Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten. Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

Hinweis gemäß MiFID II (Stand: 23.02.2026):

Die vorliegende Publikation wurde auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung zwischen der Montega AG und dem Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Dieses Dokument wurde weitreichend veröffentlicht sowie allen Interessenten zeitgleich zugänglich gemacht. Der Erhalt gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn

Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung der vorliegenden Analyse sind Veröffentlichungen des Emittenten sowie öffentlich zugängliche Informationen in- und ausländischer Medien, die Montega als zuverlässig erachtet. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Analyse Gespräche mit Personen des Managements oder dem Bereich Investor Relations des betreffenden Unternehmens geführt.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird. Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile: Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, PeerGroup-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

Bedeutung des Anlageurteils:

Kaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Halten: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Verkaufen: Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

Kontakt Montega AG:

Schauenburgerstraße 10
20095 Hamburg
www.montega.de / Tel: +49 40 4 1111 37 80

Offenlegung

Montega hat verschiedene Maßnahmen getroffen, um Interessenskonflikte zu vermeiden. Dazu gehört, dass es sämtlichen Mitarbeitern der Montega AG verboten ist, Aktien aus dem eigenen Coverage-Universum zu handeln, bei denen mit dem Emittenten ein Mandatsverhältnis zur Erstellung von Research besteht. Zudem ist sowohl den Mitarbeitern als auch dem Unternehmen die Annahme von Zuwendungen untersagt, die Personen mit besonderem Interesse am Inhalt der Research-Publikationen gewähren. Zur Wahrung einer größtmöglichen Transparenz hat Montega eine Übersicht im Sinne des § 85 WpHG und Art. 20 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 i.V.m. Delegierte Verordnung 2016/958 erstellt. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

- (1) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (2) Montega hat in den vergangenen 12 Monaten mit einer dritten Partei eine Vereinbarung über die Erstellung von Finanzanalysen getroffen, für die die Montega AG eine Vergütung erhält.
- (3) Die Montega AG hat in den vergangenen 12 Monaten für dieses Unternehmen und/oder dessen Aktionäre sonstige Beratungsdienstleistungen erbracht.
- (4) Die Montega AG und/oder eine mit ihr vertraglich verbundene juristische Person war/waren innerhalb der letzten 12 Monate gegenüber dem analysierten Unternehmen an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investment-Banking-Geschäften gebunden oder hat/haben aus einer solchen Vereinbarung Leistungen bezogen.
- (5) Die Montega AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen erwarten in den nächsten drei Monaten Vergütungen des Unternehmens für Investment-Banking-Leistungen oder beabsichtigen, sich um solche Vergütungen zu bemühen.
- (6) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile von über 5% des Aktienkapitals des analysierten Emittenten.
- (7) Die Montega AG, der für die Erstellung der Analyse zuständige Analyst oder ein sonstiger Mitarbeiter der Montega AG ist zum Zeitpunkt der Veröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufs- oder -kaufposition von mehr als 0,5 % des Aktienkapitals des Emittenten.
- (8) Ein mit der Montega AG verbundenes Unternehmen kann am Grundkapital des Emittenten beteiligt sein oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen halten.
- (9) Die Montega 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 bzw. Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Roadshows, Round Tables, Earnings Calls, Präsentation auf Konferenzen, etc.).
- (10) Die Montega AG hat in den letzten 12 Monaten (über einen Dritten) gegenüber einem Organmitglied des analysierten Unternehmens Leistungen in Bezug auf eine Übertragung von Aktien des analysierten Unternehmens erbracht und hierfür eine Vergütung erhalten.
- (11) Die Montega AG hat einem potentiellen Investor den Emittenten als Investmentmöglichkeit vorgestellt und erhält von dem potentiellen Investor eine Vergütung, sofern dieser in den Emittenten investiert.
- (12) Der Emittent hat die Montega AG mit der Erbringung von weiteren Dienstleistungen beauftragt, für welche die Montega AG eine Vergütung vom Emittenten erhält.

Unternehmen	Offenlegung (Stand: 23.02.2026)
SIRMA GROUP HOLDING	1, 8, 9, 12

Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs (EUR)	Kursziel (EUR)	Potenzial
Kaufen (Erststudie)	23.02.2026	1,30	1,50	+15%