



Researchstudie (Update)

Syzygy AG

S / Z / G /

- **Wie erwartet, starker Umsatz- und Ergebnisrückgang im ersten Halbjahr 2020**
- **Umsatz- und Ergebnisprognose für 2020 leicht angehoben**

Kursziel: 9,40 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 11

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Syzygy AG^{*5a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 9,40 €
(bisher: 9,25 €)

aktueller Kurs: 4,62
05.08.20 / XETRA / 09:07 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 62,37
EnterpriseValue³: 57,43
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Pareto Securities AS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

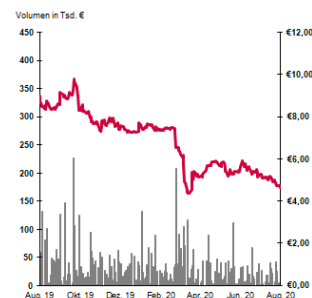
Mitarbeiter: 519 (30.06.2020)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Erwin Greiner, Frank Ladner

SYZGY ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für die Transformation in Marketing und Vertrieb. SYZGY kreiert, orchestriert und gestaltet digitale Erlebnisse und Produkte für Marken, Unternehmen und Menschen. Strategie, Produkte und Aktivierung sind die zentralen Services der Gruppe. Technologie ist dabei das verbindende und skalierende Element. Die Tätigkeitsschwerpunkte liegen in der strategischen Beratung, Konzeption und Gestaltung, technischen Realisierung von Markenplattformen, Business Applikationen, Websites, Hosting, digitalen Kampagnen und Mobile Apps. Einen bedeutenden Geschäftsbereich stellen darüber hinaus Performance Marketing und Media-Services wie Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung dar. Digitale Illustrationen, Virtual Reality (VR) und Augmented Reality (AR) sowie Animationen komplettieren das Serviceangebot. Die 1995 gegründete SYZGY Gruppe beschäftigt rund 600 Mitarbeiterinnen in vier Ländern. Sie ist mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Zur Gruppe gehören neben der Hauptmarke SYZGY, die Strategieberatung different sowie das polnische Designstudio Ars Thanea. Zu den Kunden gehören renommierte Marken wie AVIS, BMW, Commerzbank, Consorsbank, Daimler, Deutsche Bank, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, o2, Paypal, Porsche, Techniker Krankenkasse und Volkswagen. Die Geschäftsschwerpunkte liegen in den Branchen Automobil, Telekommunikation/IT, Dienstleistungen, Konsumgüter sowie Finanzen/Versicherung.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	64,24	56,53	62,80	72,22
EBITDA	10,88	8,61	11,43	12,68
EBIT	5,50	3,46	6,28	7,53
Jahresüberschuss	3,47	1,86	3,79	4,66

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,14	0,28	0,35
Dividende je Aktie	0,20	0,08	0,20	0,24

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,89	1,02	0,91	0,80
EV/EBITDA	5,28	6,67	5,02	4,53
EV/EBIT	10,45	16,60	9,14	7,63
KGv	17,99	33,50	16,47	13,39
KBV	1,20			

Finanztermine

27.10.20: Hauptversammlung
30.10.20: Q3-Bericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

05.05.2020: RS / 9,25 / KAUFEN

08.04.2020: RS / 9,25 / KAUFEN

06.02.2020: RS / 10,00 / KAUFEN

08.11.2019: RS / 10,80 / KAUFEN

07.08.2019: RS / 10,80 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

EXECUTIVE SUMMARY

- Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie haben erwartungsgemäß auch bei der SYZYGY AG Spuren hinterlassen. Im ersten Halbjahr 2020 ging der Umsatz um -14,6 % auf 26,95 Mio. € (VJ: 31,57 Mio. €) zurück. Im besonders von der Pandemie betroffenen zweiten Quartal verzeichnete die Gesellschaft sogar einen Umsatzrückgang in Höhe von -24,1 %. Innerhalb der einzelnen Geschäftssegmente weist die Gesellschaft aber eine insgesamt heterogene Entwicklung auf. Während das Plattformgeschäft (Geschäftsbereich: Produkt) sowie das Performance-Marketing (Aktivierung) vergleichsweise stabil waren, hatte das Strategie-Geschäftssegment besonders hohe Umsatzverluste ausgewiesen.
- Die deutschen Gesellschaften haben einen Umsatzrückgang in Höhe von -5,7 % auf 22,27 Mio. € (VJ: 23,62 Mio. €) hinnehmen müssen, was im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld als Erfolg zu werten ist. Im gleichen Zeitraum ist der BIP in Deutschland um 11,7 % zurückgegangen. Die im Ausland tätigen SYZYGY-Töchter verzeichneten mit einem Rückgang in Höhe von -41,2 % besonders hohe Umsatzeinbußen. Dies war insbesondere dem Umstand geschuldet, dass London und New York überproportional stark von der aktuellen Pandemie betroffen waren.
- Der EBIT-Rückgang auf 1,55 Mio. € (VJ: 2,81 Mio. €) ist im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Die EBIT-Marge in Höhe von 5,7 % liegt dabei innerhalb der von der Gesellschaft für das Gesamtjahr 2020 publizierten Ergebnisprognose einer EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich. Trotz des deutlichen Umsatzrückgangs hat die SYZYGY AG ein positives Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,81 Mio. € (VJ: 2,05 Mio. €) erreicht. Insgesamt ist es also der Gesellschaft gelungen, in der besonders von der Covid-19-Pandemie betroffenen Periode, die Kostenstrukturen anzupassen, so dass auf allen Ergebnisebenen der Break-Even übertroffen wurde.
- Das SYZYGY-Management hat die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2020 bestätigt. Unverändert wird dabei ein Umsatzrückgang in Höhe von 10-20 % und eine EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich erwartet. Da für das zweite Halbjahr 2020 mit einem insgesamt besseren Geschäftsumfeld gerechnet wird, heben wir unsere bisherigen Prognosen für 2020 leicht an. Wir prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 56,53 Mio. € (bisher: 54,61 Mio. €) und ein EBIT in Höhe von 3,46 Mio. € (bisher: 2,92 Mio. €). Mit einem erwarteten Umsatzrückgang in Höhe von -12,0 % und einer EBIT-Marge in Höhe von 6,1 % liegen wir innerhalb der Unternehmens-Guidance.
- Da das grundsätzliche Umfeld für die SYZYGY AG gute Rahmenbedingungen aufweist und die Gesellschaft mit ihrem Produktspektrum deutlich stärker in den Geschäftsprozessen der Kunden eingebunden ist als ein reiner Onlinemarketing-Anbieter, unterstellen wir für die kommenden Geschäftsjahre deutliche Erholungstendenzen. Wir rechnen mit hohen Umsatzzuwächsen und einer signifikanten Rentabilitätsverbesserung.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,25 €) berechnet. Die leichte Kurszielanhebung ist eine Folge der leicht erhöhten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2020. Darüber hinaus ergibt sich eine technische Verschiebung der Kurszielbasis auf den 31.12.2021 (Roll-Over-Effekt), was sich ebenfalls kurszielerhöhend ausgewirkt hat. Demgegenüber steht jedoch, als Folge der zunehmenden Unsicherheit eine Anhebung des Diskontierungssatzes (WACC). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

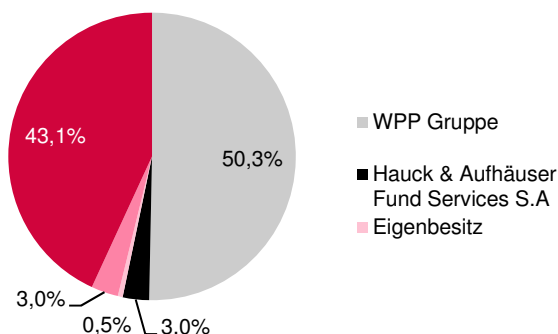
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur zum 30.06.2020	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2020	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2020.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020	7
Prognosen und Bewertung.....	8
Bewertung.....	9
Modellannahmen.....	9
Bestimmung der Kapitalkosten.....	9
Bewertungsergebnis.....	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

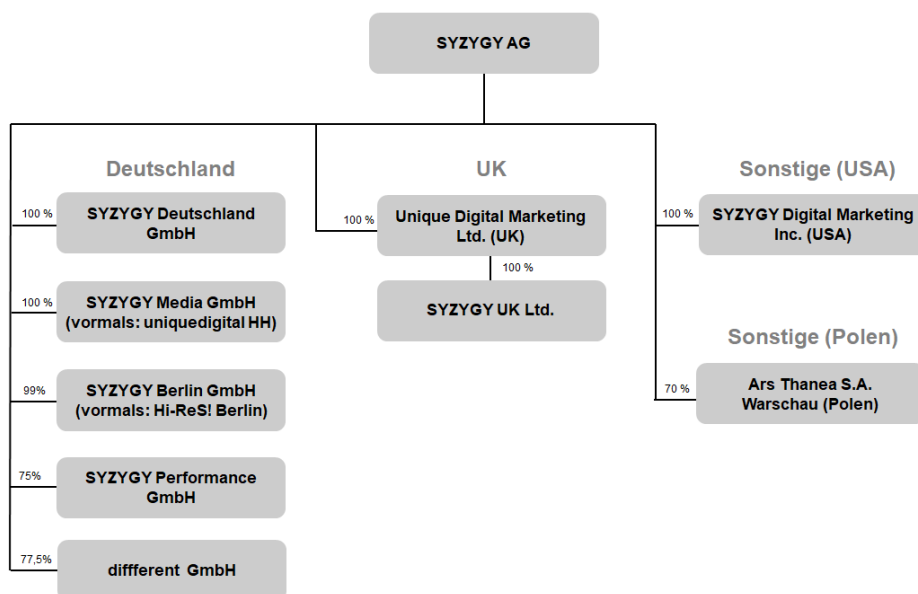
Aktionärsstruktur zum 30.06.2020

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Hauck & Aufhäuser	3,0%
Eigenbesitz	0,5%
HANSAINVEST	3,0%
Freefloat	43,1%

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Zum 01.01.2020 hat die SYZYGY AG weitere 10 % der Anteile an der USEEDS GmbH erworben, womit sich der Anteilsbestand auf 100 % erhöht hat. Die USEEDS GmbH wurde im Nachgang in die different GmbH eingebracht und die beiden Gesellschaften verschmolzen. Durch die Einbringung als Sachkapitalerhöhung hat sich die von der SYZYGY AG gehaltene Beteiligung an der different GmbH auf 77,5 % (bisher: 70 %) erhöht.

Referenzkunden (Auswahl)



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2020

in Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020
Umsatzerlöse	32,22	31,57	26,95
davon in Deutschland	22,90	23,62	22,27
davon International	10,63	8,86	5,21
EBIT (EBIT-Marge)	2,79 (8,7%)	2,81 (8,9%)	1,55 (5,7%)
Periodenergebnis	2,24	2,05	0,81

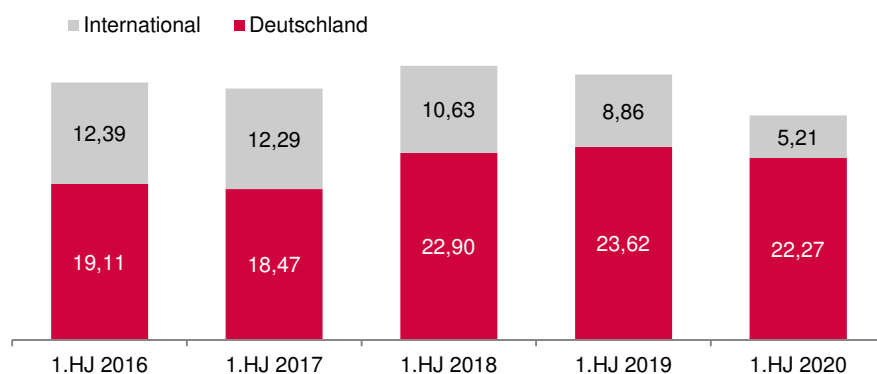
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2020

In den jüngst veröffentlichten Halbjahreszahlen der SYZYGY AG werden erstmals die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie ersichtlich. Nachdem noch im ersten Quartal 2020 ein leichtes Umsatzwachstum ausgewiesen wurde, lag das Umsatzniveau des ersten Halbjahres mit 26,95 Mio. € (VJ: 31,57 Mio. €) mit -14,6 % spürbar unter dem Vorjahreswert. Im besonders von den Auswirkungen der Pandemie betroffenen zweiten Quartal blieben die Umsatzerlöse um -24,1 % hinter dem Vorjahreswert. Gemäß Unternehmensangaben war dabei insbesondere der Geschäftsbereich „Strategie“ von einer rückläufigen Geschäftsentwicklung betroffen, wohingegen das Plattformgeschäft vergleichsweise stabil war.

In der regionalen Betrachtung wird dabei abermals die relative Umsatzstärke der deutschen Gesellschaften ersichtlich. Der Umsatzrückgang in Höhe von -5,7 % auf 22,27 Mio. € (VJ: 23,62 Mio. €) ist im gesamtwirtschaftlichen Kontext noch moderat ausgefallen. Im ersten Halbjahr 2020 ist die deutsche Wirtschaft um -11,7 % eingebrochen und der gesamte Werbemarkt in Deutschland um etwa -9 %. Die im Vergleich hierzu erreichte überproportionale Umsatzentwicklung der SYZYGY AG ist einerseits auf gewonnene Neukunden zurückzuführen. Andererseits ist die Gesellschaft aufgrund des angebotenen Dienstleistungsspektrums stärker in den Prozessen der Kunden eingebunden und hängt daher nicht alleine von den Marketingbudgets ab.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

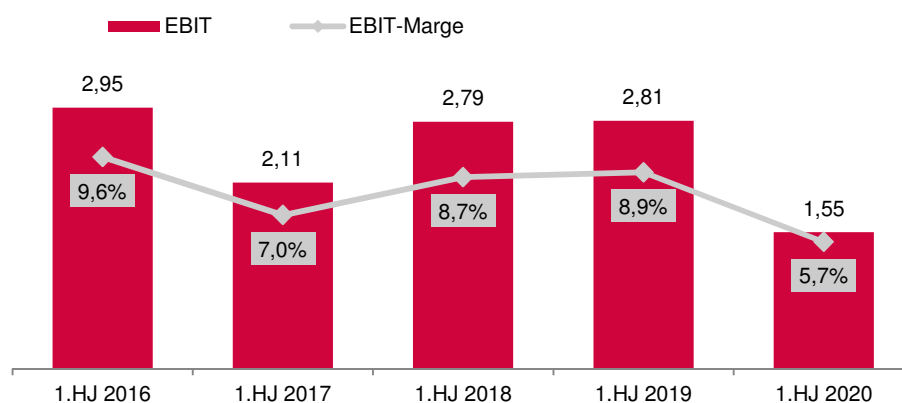
Wie auch schon in der Zeit vor der Corona-Pandemie verzeichnete die Gesellschaft besonders hohe Umsatzeinbußen bei den im Ausland tätigen Gesellschaften. Die um -41,2 % rückläufigen Umsatzerlöse der internationalen SYZYGY-Töchter sind gleichermaßen dem schwachen Geschäft in Großbritannien sowie in den USA und in Polen zuzuordnen. Speziell in Großbritannien hat der SYZYGY-Konzern in den vorhergehenden Berichtsperioden Restrukturierungsmaßnahmen umgesetzt, nachdem hier Budgetkürzungen zu einem schwachen Geschäft geführt hatten. Die daraus resultierende Kon-

zentration auf das deutsche Geschäft in Verbindung mit den pandemiebedingten Auswirkungen haben zum stärkeren Umsatzrückgang geführt. Zudem zählen New York und London zu den weltweiten Corona-Hotspots, was sich entsprechend negativ auf die Geschäftsentwicklung ausgewirkt hat.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2020

Angesichts der rückläufigen Geschäftsentwicklung ist auch der EBIT-Rückgang auf 1,55 Mio. € (VJ: 2,81 Mio. €) erwartungsgemäß ausgefallen. Dabei war die SYZYGY AG in der Lage, einen Teil der rückläufigen Umsätze durch entsprechende Kostenreduktionen aufzufangen. Eine bewusste Reduktion der Marketingaufwendungen und des Einsatzes freier Mitarbeiter, die Kurzarbeit sowie die allgemein rückläufigen Umsätze haben die operativen Kosten insgesamt auf 26,56 Mio. € (VJ: 30,05 Mio. €) gemindert.

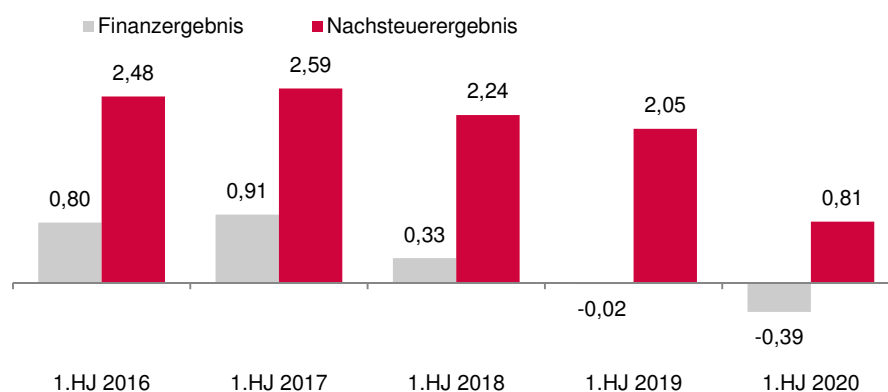
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die erreichte EBIT-Marge in Höhe von 5,7 % liegt dabei genau innerhalb der für das Gesamtjahr 2020 erwarteten Ergebnisprognose. Gemäß der im Geschäftsbericht 2019 publizierten und aktuell nochmals bestätigten Unternehmens-Guidance wird eine EBIT-Marge im mittleren einstelligen Bereich erwartet. Parallel zum Umsatz leisteten die deutschen Gesellschaften mit einem EBIT in Höhe von 2,50 Mio. € (EBIT-Marge: 11,2 %) einen hohen Ergebnisbeitrag. Demgegenüber steht das abermals negative EBIT in Höhe von -0,47 Mio. € der im Ausland tätigen Gesellschaften.

Finanzergebnis und Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Trotz der deutlichen Reduktion der Geschäftstätigkeit hat die SYZYGY AG im ersten Halbjahr 2020 ein positives Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,81 Mio. € (VJ: 2,05 Mio. €).

€) erreicht. Zusätzlich zum rückläufigen EBIT war das Nachsteuerergebnis von einem negativen Finanzergebnis in Höhe von -0,39 Mio. € (VJ: -0,01 Mio. €) beeinflusst. Erstmals sind hier jedoch Zinsaufwendungen aus langfristigen Mietverträgen (gemäß IFRS 16) enthalten, wohingegen in den Vorjahren jeweils hohe Finanzerträge aus der Wertpapieranlage enthalten waren.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2020

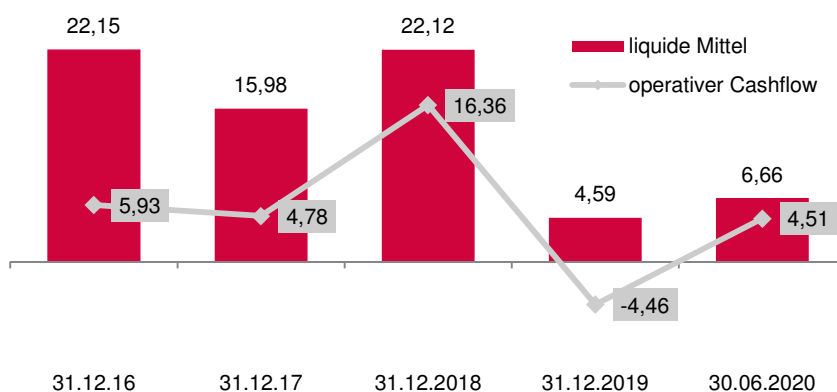
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Eigenkapital	54,00	52,94	51,93
EK-Quote (in %)	49,3%	44,3%	46,1%
Goodwill	58,12	58,44	57,19
Operatives Anlagevermögen	6,93	31,91	31,34
Working Capital	-17,03	-6,68	-10,66
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	22,12	4,59	6,66
Cashflow - operativ	16,36	-4,46	4,51
Cashflow - Investition	-4,95	3,77	-2,83
Cashflow - Finanzierung	-6,96	-10,27	1,22

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Dem positiven Nachsteuerergebnis stehen im Eigenkapital nicht realisierte Währungsdifferenzen gegenüber, so dass die SYZYGY AG insgesamt einen leichten EK-Rückgang auf 51,93 Mio. € (VJ: 52,94 Mio. €) ausweist. Insgesamt haben sich die Bilanzrelationen der Gesellschaft nur unwesentlich verändert.

Lediglich der Rückgang des Working Capitals um 3,98 Mio. €, in erster Linie bedingt durch niedrigere Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, ist erwähnenswert. Die Ursache dafür ist das niedrigere Geschäftsvolumen des zweiten Quartals. Das rückläufige Working Capital hatte insgesamt eine leichte Reduktion der Bilanzsumme zur Folge und auf der anderen Seite einen positiven Effekt auf den Liquiditätsbestand der SYZYGY AG. Der deutlich positive operative Cashflow in Höhe von 4,51 Mio. € hatte dabei zu einem Anstieg der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 6,66 Mio. € (31.12.19: 4,59 Mio. €) geführt.

Operativer Cashflow und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Insgesamt verfügt die SYZYGY AG über sehr solide Bilanzrelationen, um die aktuelle pandemiebedingte Krisensituation überstehen zu können. Zwar kam es in den vergangenen Berichtsperioden zu einem Rückgang der liquiden Mittel, unserer Ansicht nach verfügt die Gesellschaft, auch aufgrund der Tatsache, dass nur in sehr geringem Umfang Bankkredite aufgenommen sind, über eine hohe Finanzierungsflexibilität.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e (alt)	GJ 2020e (neu)	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	64,24	54,61	56,53	62,80	72,22
EBIT	5,50	2,92	3,46	6,28	7,53
EBIT-Marge	8,6%	5,4%	6,1%	10,0%	10,4%
Finanzergebnis	-0,30	-0,80	-0,80	-0,80	-0,80
Jahresüberschuss	3,47	1,48	1,86	3,79	4,66

Quelle: GBC AG

Unverändert geht das SYZYGY-Management für das laufende Geschäftsjahr 2020 von einem Umsatzrückgang in Höhe von 10 bis 20 % aus und rechnet mit einer EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich. Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie hatten bereits im ersten Halbjahr, hier insbesondere im zweiten Quartal, zu einem rückläufigen Ausgabeverhalten der Kunden sowie zu einem deutlichen Rückgang beim Neugeschäft geführt. Dies sollte sich auch in das zweite Halbjahr 2020 hinein fortsetzen, wenngleich mit einer deutlichen Belebung gegenüber dem zweiten Quartal gerechnet wird.

Nach wie vor ist hier hervorzuheben, dass die SYZYGY AG zwar von Budgetkürzungen oder von der Verschiebung geplanter Kampagnen betroffen war, jedoch aufgrund des Dienstleistungsspektrums stärker in den Prozessen der Kunden eingebunden ist. Im Vergleich zu klassischen Onlinemarketing-Anbietern weist die Gesellschaft eine damit deutlich robustere Geschäftsentwicklung auf. Beispielsweise war das Plattformgeschäft oder der Bereich Performance-Marketing weniger von Budgetkürzungen betroffen als die anderen Geschäftsbereiche.

Vor dem Hintergrund einer erwarteten positiven Tendenz im zweiten Halbjahr 2020 haben wir unsere Gesamtjahresprognosen leicht angehoben. Wir rechnen nunmehr mit Umsatzerlösen in Höhe von 56,53 Mio. € (bisher: 54,61 Mio. €) und damit einem Umsatzrückgang in Höhe von -12,0 % (bisher: -15,0 %). Nach wie vor liegen wir innerhalb der Prognosebandbreite des SYZYGY-Managements. Da die SYZYGY AG im ersten Halbjahr bereits ein EBIT in Höhe von 1,55 Mio. € erwirtschaftet hat, erscheint unsere bisherige EBIT-Prognose für 2020 in Höhe von 2,92 Mio. € zu niedrig. Wir heben diese auf 3,46 Mio. € an und rechnen damit mit einer EBIT-Marge in Höhe von 6,1 %, die ebenfalls innerhalb der Unternehmens-Guidance liegt. Im zweiten Halbjahr rechnen wir mit Umsatzsteigerungen bei den bestehenden Kunden, wohingegen mögliches Neukundengeschäft erst ab 2021 zum Umsatz beitragen sollte.

Ab dem kommenden Geschäftsjahr prognostizieren wir deutliche Umsatzsteigerungen und eine Rückkehr zur höheren Profitabilität. Wir haben unsere Prognosen für 2021 und 2022 gegenüber unserer letzten Researchstudie (siehe Studie vom 05.05.2020) unverändert gelassen und unterstellen damit weiterhin deutliche Umsatzsteigerungen. Das anvisierte EBIT-Margenniveau von 10% könnte bereits im kommenden Geschäftsjahr 2021 erreicht sowie in 2022 übertroffen werden.

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,25 €) berechnet. Die leichte Kurszielanhebung ist eine Folge der leicht erhöhten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2020. Darüber hinaus ergibt sich eine technische Verschiebung der Kurszielbasis auf den 31.12.2021 (Roll-Over-Effekt), was sich ebenfalls kurszielerhöhend ausgewirkt hat. Demgegenüber steht jedoch, als Folge der zunehmenden Unsicherheit, eine Anhebung des Diskontierungssatzes (WACC).

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 17,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,00 %). Dieser Wert stellt die aktuell von uns verwendete Untergrenze dar.**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,09 (bisher: 1,07). Die Anhebung des jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta sowie einem marktorientierten Ansatz zusammengesetzten Beta ist eine Folge der zunehmenden Unsicherheit vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Pandemie.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,01 % (bisher: 6,76 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,01 % (bisher: 6,76 %).

Bewertungsergebnis

Aufgrund der leichten Prognoseanhebung für 2020 und des Roll-Over-Effektes haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,40 € (bisher: 9,25 €) ermittelt.

DCF-Modell

SYZGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,6%	ewige EBITA - Marge	14,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	1,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	56,53	62,80	72,22	75,11	78,11	81,23	84,48	87,86	
US Veränderung	-12,0%	11,1%	15,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,98	2,46	3,23	3,91	4,66	5,46	6,28	7,12	
EBITDA	8,61	11,43	12,68	13,18	13,71	14,26	14,83	15,42	
EBITDA-Marge	15,2%	18,2%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
EBITA	3,46	6,28	7,53	8,02	9,28	10,39	11,39	12,32	
EBITA-Marge	6,1%	10,0%	10,4%	10,7%	11,9%	12,8%	13,5%	14,0%	14,0%
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,88	-2,26	-2,41	-2,78	-3,12	-3,42	-3,69	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,42	4,40	5,27	5,61	6,49	7,27	7,97	8,62	
Kapitalrendite	9,6%	18,7%	22,4%	26,3%	31,5%	39,9%	48,5%	57,3%	62,8%
Working Capital (WC)	-5,00	-2,00	-1,00	1,43	1,48	1,54	1,61	1,67	
WC zu Umsatz	-8,8%	-3,2%	-1,4%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
Investitionen in WC	-1,68	-3,00	-1,00	-2,43	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,50	25,50	22,35	19,19	16,75	14,88	13,45	12,34	
AFA auf OAV	-5,15	-5,15	-5,15	-5,16	-4,43	-3,87	-3,44	-3,11	
AFA zu OAV	18,1%	20,2%	23,0%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	
Investitionen in OAV	-1,74	-2,15	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	23,50	23,50	21,35	20,61	18,24	16,43	15,05	14,01	
EBITDA	8,61	11,43	12,68	13,18	13,71	14,26	14,83	15,42	
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,88	-2,26	-2,41	-2,78	-3,12	-3,42	-3,69	
Investitionen gesamt	-6,08	-5,15	-11,62	-4,43	-2,06	-2,06	-2,06	-2,06	
Investitionen in OAV	-1,74	-2,15	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-1,68	-3,00	-1,00	-2,43	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	
Earn-Out-Zahlungen	-2,66	0,00	-8,62	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
nicht liquiditätswirksame Effekte (IFRS16)	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	
Freie Cashflows	-1,85	1,06	-4,54	3,01	5,53	5,74	6,01	6,32	170,03

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	121,56	129,03
Barwert expliziter FCFs	15,72	15,77
Barwert des Continuing Value	105,84	113,26
Nettoschulden (Net debt)	2,01	2,51
Wert des Eigenkapitals	119,55	126,51
Fremde Gewinnanteile	0,36	0,38
Wert des Aktienkapitals	119,91	126,90
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,88	9,40

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,09
Eigenkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,0%

Kapitalrendite	WACC				
	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
61,3%	11,83	10,36	9,19	8,24	7,46
62,0%	11,96	10,48	9,30	8,34	7,54
62,8%	12,10	10,60	9,40	8,43	7,62
63,5%	12,24	10,71	9,50	8,52	7,71
64,3%	12,37	10,83	9,61	8,61	7,79

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

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

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

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de