



Researchstudie (Anno)

Syzygy AG

SYZYGY GROUP

- **Umsatzwachstum in Höhe von 10 % für 2021 erwartet**
 - **Sichtbare Steigerung der Rentabilität unterstellt**
 - **Kurspotenzial in Höhe von 60,0 %**

Kursziel: 9,60 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 9,60 €
(bisher: 9,35 €)

aktueller Kurs: 6,00
12.04.21 / XETRA / 14:51 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 81,00
EnterpriseValue³: 83,90
³ in Mio. / in Mio. EUR
Free Float: 43,7%

Transparenzlevel:

Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Pareto Securities AS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

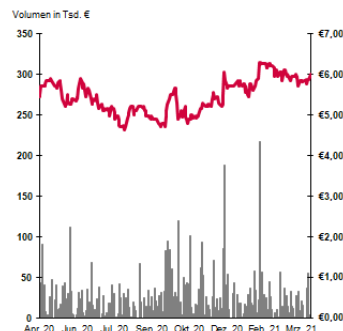
Mitarbeiter: 514 (31.12.2020)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Franziska von Lewinski, Erwin Greiner,
Frank Ladner

Die SYZYGY GROUP schafft bessere Erlebnisse durch Digitalisierung und Transformation. So bringt die SYZYGY GROUP Menschen und Marken zusammen, digitalisiert Strukturen und Organisationen und entwickelt neue Produkte, Services und Geschäftsmodelle. Mit über 550 Expert:innen für Human Experiences, Consulting, Design, Technologie und Performance formt die SYZYGY GROUP eine nachhaltige digitale Kultur, um das Heute und das Morgen positiv zu verändern und Marken und Unternehmen zu entwickeln. Die SYZYGY GROUP wurde 1995 gegründet und ist in vier Ländern mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Seit 2000 ist die SYZYGY AG im Prime Standard börsennotiert. Zur SYZYGY GROUP gehören der Beratungs- und Umsetzungspartner für Transformation in Marketing und Vertrieb SYZYGY, der Enterprise Technologie-Spezialist SYZYGY Techsolutions, der Performance Marketing und Media-Spezialist SYZYGY Performance und der VR-Spezialist SYZYGY Xrealities. Zudem gehört die Strategie- und Business Design Beratung different und das Design Studio Ars Thanea zur SYZYGY GROUP. Gemeinsam betreut die SYZYGY GROUP Marken wie BMW, Commerzbank, Consorsbank, Daimler, Deliveroo, Eucerin, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, MINI Deutschland, mobile.de, o2, PayPal, Porsche, Techniker Krankenkasse, Volkswagen.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2020	31.12.2021e	31.12.2022e	31.12.2023e
Umsatz	55,52	61,07	67,18	73,90
EBITDA	9,65	11,49	11,92	13,32
EBIT	4,00	6,09	6,92	7,92
Jahresüberschuss	2,06	3,74	4,34	5,08

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,15	0,28	0,32	0,38
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,51	1,37	1,25	1,14
EV/EBITDA	8,69	7,30	7,04	6,30
EV/EBIT	20,98	13,78	12,12	10,60
KGV	39,34	21,64	18,67	15,94
KBV	1,51			

Finanztermine

30.04.21: Q1-Bericht 2021
28.05.21: Hauptversammlung
28.07.21: Q2-Bericht 2021
27.10.21: Q3-Bericht 2021
22-24.11.21: EK-Forum
07-08.12.21: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

01.02.2021: RS / 9,35 / KAUFEN
03.11.2020: RS / 9,00 / KAUFEN
06.08.2020: RS / 9,40 / KAUFEN
05.05.2020: RS / 9,25 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Bereits durch die Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen war bekannt, dass die SYZYGY AG im Geschäftsjahr 2020 Umsatzerlöse in Höhe von 55,52 Mio. € (VJ: 64,24 Mio. €) erreicht hat, die damit um 13,6 % unter dem Vorjahreswert lagen. Dass es zu einem Umsatzrückgang in Höhe von 10 bis 20 % kommen konnte, hatte das SYZYGY-Management bereits mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2019 angekündigt und insofern war die Erlösentwicklung im Rahmen der Erwartungen geblieben. Einerseits haben die pandemiebedingten Auswirkungen das Ausgabeverhalten der SYZYGY-Kunden, die zum Teil in von der Krise stark betroffenen Branchen tätig sind, verändert. Darüber hinaus kam es insbesondere innerhalb der ersten Pandemiewelle zu einem Rückgang des Beratungsgeschäftes.
- In der regionalen Umsatzaufteilung wird die relative Umsatzschwäche der im Ausland tätigen Tochtergesellschaften sichtbar. Die schwerpunktmäßig in UK und in den USA tätigen Gesellschaften, also in Regionen, die besonders von der Pandemie betroffen waren, haben einen spürbaren Umsatzrückgang in Höhe von -29,0 % auf 11,46 Mio. € (VJ: 16,16 Mio. €) hinnehmen müssen. Es ist jedoch positiv anzumerken, dass das Geschäftsjahresende von deutlichen Erholungstendenzen geprägt war. Demgegenüber steht bei den deutschen Gesellschaften ein nur unterproportionaler Umsatzrückgang in Höhe von -8,3 % auf 45,53 Mio. € (VJ: 49,67 Mio. €), hauptsächlich durch ein schwächeres Beratungsgeschäft hervorgerufen.
- Erwartungsgemäß haben die insgesamt reduzierten Umsatzerlöse zu einem EBIT-Rückgang auf 4,00 Mio. € (VJ: 5,50 Mio. €) geführt, die dazu korrespondierende EBIT-Marge in Höhe von 7,2 % (VJ: 8,6 %) lag jedoch leicht über den Erwartungen. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2019 hatte das SYZYGY-Management eine EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich in Aussicht gestellt. Das EBIT wäre sogar etwas besser ausgefallen, wären bei den internationalen Töchtern keine Rückstellungen vorgenommen und keine Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Restrukturierung des Standortes in New York ausgewiesen worden.
- Die Zeichen für 2021 stehen auf Erholung. Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das SYZYGY-Management mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 10 % sowie einer EBIT-Marge im hohen einstelligen Prozentbereich, was eine Verbesserung der EBIT-Marge bedeutet. Zum erwarteten Umsatzwachstum sollten dabei sowohl die deutschen als auch die ausländischen Tochtergesellschaften beitragen. Nach Unternehmensangaben bildet die im vierten Quartal 2020 in UK und USA erreichte deutliche Umsatzsteigerung eine gute Basis für den erwarteten Turn-Around des laufenden Geschäftsjahres. Hierfür zeichnen sowohl bereits umgesetzte Budgetsteigerungen bei Bestandskunden als auch ein Anstieg des Neukundengeschäftes verantwortlich. In Deutschland sollten neben dem ohnehin soliden Technologiebereich die Erlöse im Performance Marketing sowie die Beratungserlöse zu einem Anstieg der Umsätze führen. In der zweiten Jahreshälfte 2020 konnten für den Performance-Bereich zahlreiche Neukunden gewonnen werden.
- Schon alleine als Folge der höheren Umsatzbasis dürfte die SYZYGY AG in 2021 und in den kommenden Geschäftsjahren eine Steigerung der Rentabilität erreichen. Zusätzlich dazu sollte der erreichte Break-Even der im Ausland tätigen Gesellschaften eine überproportionale Ergebnissteigerung unterstützen. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr mit einem EBIT in Höhe von 6,09 Mio. € und damit einer EBIT-Marge in Höhe von 10,0 %. In den kommenden Geschäftsjahren sollte die EBIT-Marge leicht ansteigen.

- Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 9,60 € (bisher: 9,35 €) ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung ist dabei in erster Linie auf den erstmaligen Einbezug der Prognosen des Geschäftsjahres 2023 in die konkrete Schätzperiode zurückzuführen. Gegenüber der bisher letzten konkreten Schätzperiode 2022 liegt damit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells, was sich kurszielsteigernd auswirkt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 6,00 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

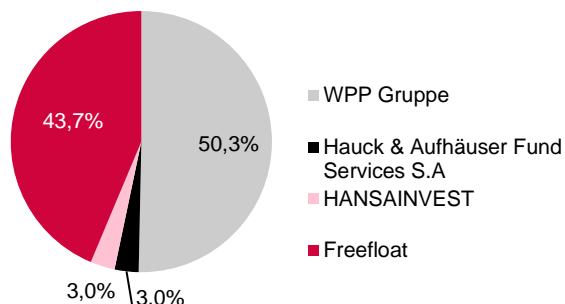
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte/Dienstleistungen	5
Referenzkunden (Auswahl).....	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2020	9
Umsatzentwicklung 2020	9
Ergebnisentwicklung 2020	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Bewertung	13
Umsatzprognose 2021 - 2023	13
Ergebnisprognose 2021 – 2023	14
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

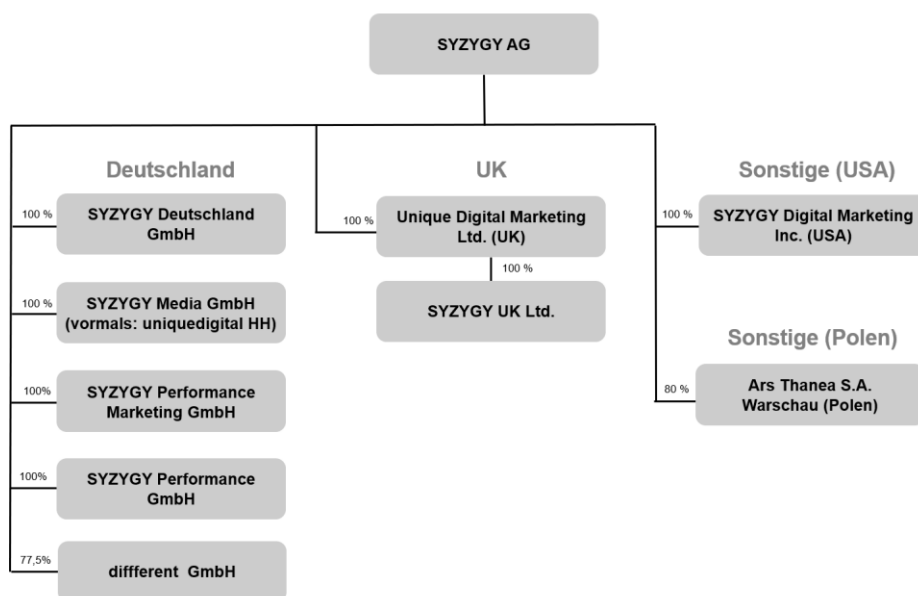
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Hauck & Aufhäuser	3,0%
HANSAINVEST	3,0%
Freefloat	43,7%

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die SYZYGY AG die restlichen 10 % an der USEEDS erworben und damit die Beteiligungsquote auf 100 % gesteigert. Gleichzeitig wurde die USEEDS in die different GmbH integriert und damit das Beratungsangebot der beiden Gesellschaften zusammengeführt und fokussiert. Durch die im Zusammenhang mit der Verschmelzung stehenden Sachkapitalerhöhung hat sich der Anteilsbesitz an der different GmbH von 70 % auf 77,5 % erhöht. Darüber hinaus hat die SYZYGY AG plangemäß die ausstehenden Anteile an der SYZYGY Performance GmbH erworben und damit auch hier eine Beteiligungsquote von 100 % erreicht.

Produkte/Dienstleistungen

Als internationale Agenturgruppe für Digitalisierung und Transformation vereint die Konzernobergesellschaft **SYZYGY AG** insgesamt neun operativ tätige Tochtergesellschaften womit eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet ist. Entsprechend der Segmentaufteilung der SYZYGY-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „Großbritannien“ sowie „sonstige Segmente“ unterteilt.

Zuletzt hat die SYZYGY AG (jeweils in 2017) mit dem Erwerb des Performance Marketing Dienstleisters Catbird Seat GmbH (in 2018 in SYZYGY Performance GmbH umbe-

nant) sowie des Strategie- und Beratungsdienstleisters different GmbH die Konzentration auf den deutschen Kernmarkt forciert. Im Vordergrund steht hierbei insbesondere eine Ausweitung der digitalen Wertschöpfungskette, welche in unseren Augen besonders gut durch den different-Erwerb umgesetzt wurde. Mit der möglichen Abdeckung der Strategieberatung können Kundenprojekte bereits zu einem früheren Projektzeitpunkt und damit deutlich umfassender betreut werden. Darauf aufbauend hat die SYZYGY-Group das Geschäftsmodell in drei Bereiche eingeteilt:

Brand & Customer Experiences in Marketing & Sales	Prozesse, technische Infrastrukturen, Methoden und Teams	Innovation & Business Design
Definition, Gestaltung und Optimierung von Customer Journeys, basierend auf Daten und Customer Insights – mit Fokus auf den Menschen. Zum Leben erweckt durch Inhalte, Services und Technologie. Und aktiviert durch zielgerichtete Media.	Digitalisierung und Anpassung von Prozessen, technische Infrastruktur und Methoden, um bestmögliche digitale Erlebnisse für alle Anwendende zu ermöglichen. Enablement der Mitarbeitenden und Etablierung von agilen, flexiblen und kollaborativen Zusammenarbeitsmodellen.	Entwickeln, validieren und implementieren von zukunftsfähigen Geschäftsmodellen, Produkten und Services. Unterstützung End-to-End bei der erfolgreichen Integration neuer Ideen, prägen eine digitale Kultur und sichern so nachhaltigen Impact.

Referenzkunden (Auswahl)

Die Dienstleistungen und Produkte der SYZYGY GROUP werden von einem namhaften, branchenübergreifende Marken in Anspruch genommen:

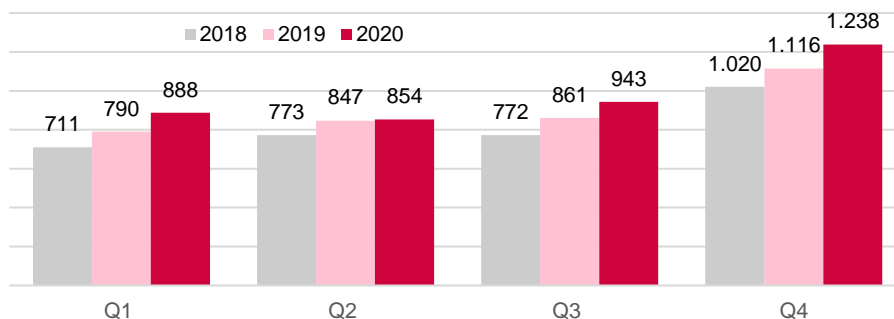


MARKT UND MARKTUMFELD

Die Bandbreite an Produkten und das breit ausgerichtete Dienstleistungsspektrum der SYZYGY AG umfasst neben den mittlerweile „klassischen“ Komponenten der digitalen Werbung auch die kreative und technologische Entwicklung von Markenplattformen, Business-Applikationen oder Mobile Apps. Die verfügbaren Marktdaten zu den Werbeausgaben, hier mit besonderer Fokussierung auf das Online-Marketing, decken dabei lediglich ein Teilspektrum der SYZYGY-Dienstleistungen ab und liefern allenfalls einen Anhaltspunkt zu den allgemeinen Tendenzen in der Digitalbranche. Auch wenn die Gesellschaft neben Deutschland in UK, in den USA und in Polen tätig ist, erkennen wir eine starke Fokussierung auf den deutschen Markt. Damit weist unserer Ansicht nach die Entwicklung des deutschen Marktes eine hohe Relevanz auf.

Zwar hat sich die Covid-19-Pandemie auf den Online-Werbemarkt in Form von Budgetkürzungen für Branding-Kampagnen ausgewirkt, es gab jedoch auch positive Auswirkungen. So waren unter anderem gestiegene Werbeumsätze im E-Commerce sowie mobil ausgespielte Inhalte für eine rasche Rückkehr zum Wachstumskurs verantwortlich. Im Anschluss an den Lockdown sind die Umsätze im digitalen Werbemarkt, nach Angaben des OVK (Online-Vermarkterkreis im Bundesverband Digitale Wirtschaft), schnell wieder über Vorjahresniveau angestiegen. Der OVK sieht auch langfristig, im Gegensatz zu vielen anderen Wirtschaftszweigen, keine negativen Auswirkungen aus der Corona-Pandemie und rechnet bereits kurzfristig mit einer Rückkehr zum Wachstum der vergangenen Jahre. Nach dem Umsatzwachstum in Höhe von 10,3 % in 2019 (ggü. 2018) wird für 2020 ein Wachstum in Höhe von 8,5 % unterstellt:

Umsätze digitale Display-Werbung nach Quartalen (in Mio. €)*



Quelle: OVK; GBC AG; *Umsätze für das 2.HJ 2020 basieren auf Prognosen

Gemäß Daten der Veröffentlichung „Global Ad Spend Forecasts“ von dentsu wird für Deutschland in 2021 ein Anstieg der Werbeausgaben in Höhe von 4,3 % erwartet, nachdem diese in 2020 von einem Rückgang in Höhe von -8,4 % geprägt waren. Während für das erste Quartal 2021, aufgrund der weiterhin bestehenden pandemiebedingten Restriktionen, ein Rückgang in Höhe von -0,7 % erwartet wird, sollen im Laufe des Jahres wieder deutlich steigende Werbeausgaben sichtbar werden. In diesem Umfeld dürften die Budgets für digitale Werbung sogar stärker ansteigen. Die digitalen Kanäle, die ohnehin die klassischen Werbekanäle als wichtigstes Medium abgelöst haben, sollten folglich weiter an Bedeutung gewinnen.

Aufgrund des breiten Dienstleistungsspektrums dürfte SYZYGY nicht in dem Ausmaß von den negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen sein, wie etwa die klassischen digitalen oder analogen Werbeagenturen. SYZYGY-Dienstleistungen sind beispielsweise Teil der E-Commerce-Infrastruktur und damit in den Prozessen der Kunden eingebunden. Das Plattformgeschäft dürfte bei einem Rückgang von Werbekampagnen dabei deutlich weniger betroffen sein.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	64,24	55,52	61,07	67,18	73,90
Einstandskosten	-45,81	-39,03	-42,84	-47,16	-51,88
Nettoergebnis	18,43	16,49	18,23	20,02	22,02
Vertriebs- und Marketingkosten	-5,95	-4,31	-4,52	-4,95	-5,18
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,91	-10,42	-10,52	-10,95	-11,62
sonstiges betriebliches Ergebnis	2,93	2,24	2,90	2,80	2,70
EBIT	5,50	4,00	6,09	6,92	7,92
Finanzerträge	0,72	0,43	0,20	0,20	0,20
Finanzaufwand	-1,02	-1,13	-1,00	-1,00	-1,00
EBT	5,19	3,30	5,29	6,12	7,12
Steuern	-1,65	-1,22	-1,50	-1,73	-2,01
Minderheitenanteile	-0,07	-0,02	-0,05	-0,05	-0,02
Jahresüberschuss	3,47	2,06	3,74	4,34	5,08
EBITDA	10,88	9,65	11,49	11,92	13,32
in % der Umsatzerlöse	16,9%	17,4%	18,8%	17,7%	18,0%
EBIT	5,50	4,00	6,09	6,92	7,92
in % der Umsatzerlöse	8,6%	7,2%	10,0%	10,3%	10,7%
Ergebnis je Aktie in €	0,26	0,15	0,28	0,32	0,38
Dividende je Aktie in €	0,00	0,15	0,20	0,25	0,30
Aktienzahl in Mio. Stück	13,50	13,50	13,50	13,50	13,50

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2020

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	60,67	65,82	64,24	55,52
davon Segment Deutschland	40,30	46,57	49,67	45,53
davon Segment International	22,43	21,66	16,16	11,46
EBIT	4,10	6,07	5,50	4,00
EBIT-Marge	6,8%	9,2%	8,6%	7,2%
Finanzergebnis	1,44	0,47	-0,30	-0,70
Jahresüberschuss*	4,24	4,89	3,54	2,08

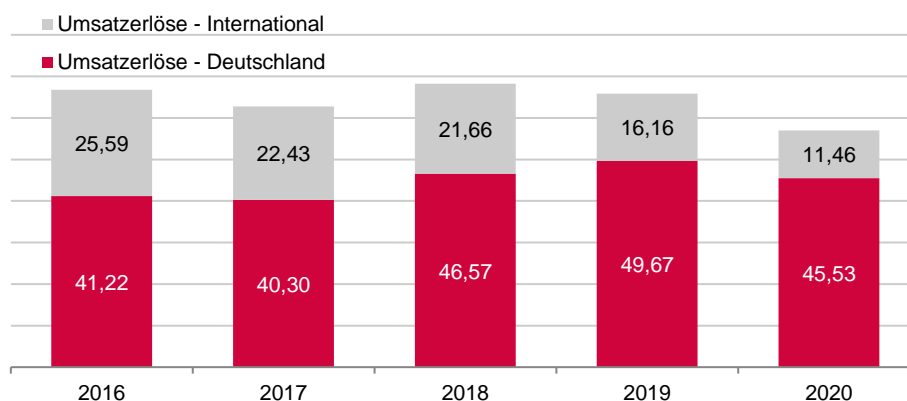
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; *vor Minderheiten

Umsatzentwicklung 2020

Mit Vorlage des Geschäftsberichtes 2020 hat die SYZYGY AG die im Januar 2021 publizierten vorläufigen Zahlen bestätigt. Erwartungsgemäß lagen demnach die Umsatzerlöse in Höhe von 55,52 Mio. € (VJ 64,24 Mio. €) um 13,6 % unter dem Vorjahreswert. Dass die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie einen Rückgang in dieser Größenordnung nach sich ziehen würden, hatte das SYZYGY-Management bereits Anfang 2020 antizipiert. Im Rahmen der letztjährigen Veröffentlichung des Geschäftsberichtes wurde für 2020 ein Umsatzrückgang in Höhe von 10 – 20 % prognostiziert. Einerseits haben die pandemiebedingten Auswirkungen das Ausgabeverhalten der SYZYGY-Kunden, die zum Teil in von der Krise stark betroffenen Branchen tätig sind, verändert. Darüber hinaus kam es insbesondere innerhalb der ersten Pandemiewelle zu einem Rückgang des Beratungsgeschäftes.

Auch der Umstand, wonach die ausländischen Tochtergesellschaften der SYZYGY AG in den USA und in Großbritannien und damit in besonders von Covid-19 betroffenen Regionen tätig sind, haben die Umsätze belastet. Dementsprechend deutlich ist der Umsatzrückgang bei den ausländischen Tochtergesellschaften der SYZYGY AG ausgefallen. Die Umsatzreduktion in Höhe von 29,0 % auf 11,46 Mio. € (VJ: 16,16 Mio. €) hatte dabei insbesondere in den USA und in UK zu Restrukturierungsmaßnahmen geführt. New York wird beispielsweise nicht mehr als eigenständiger Standort geführt, sondern von London aus gesteuert. Auffällig sind jedoch die sichtbaren Erholungstendenzen des internationalen Geschäftes. Im vierten Quartal 2020 lagen die Umsätze nur noch um 8,1 % unter dem Vorjahreswert. In den ersten drei Quartalen 2020 lagen die internationalen Umsätze im Schnitt hingegen um 34,3 % niedriger. Der positive Trend ist dabei sowohl auf einen Umsatzanstieg mit Bestandskunden als auch auf das Neukundengeschäft zurückzuführen.

Umsatzaufteilung nach Regionen (in Mio. €)



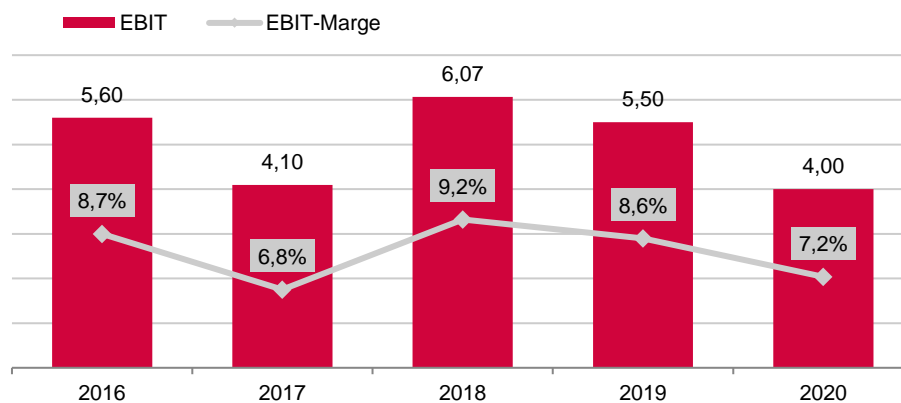
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Ein ähnlicher Trend zeigt sich auch bei den Umsätzen der deutschen Gesellschaften, die nach dem schwachen zweiten und dritten Quartal 2020 im Jahresendquartal einen niedrigeren Umsatzrückgang aufweisen. Der Umsatzrückgang von insgesamt 8,3 % auf 45,53 Mio. € (VJ: 49,67 Mio. €) ist insbesondere auf ein schwächeres Beratungsgeschäft zurückzuführen, welches jedoch im Jahresverlauf von Erholungstendenzen geprägt war. Trotz des schwierigen Umfelds haben die deutschen Gesellschaften neue Kunden gewonnen und profitierten darüber hinaus im Technologiebereich von einer stärkeren Einbindung in die Prozesse der Kunden.

Ergebnisentwicklung 2020

Erwartungsgemäß haben die insgesamt reduzierten Umsatzerlöse zu einem EBIT-Rückgang auf 4,00 Mio. € (VJ: 5,50 Mio. €) geführt, die dazu korrespondierende EBIT-Marge in Höhe von 7,2 % (VJ: 8,6 %) lag jedoch leicht über den Erwartungen. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2019 hatte das SYZYGY-Management eine EBIT-Marge im mittleren einstelligen Prozentbereich in Aussicht gestellt.

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



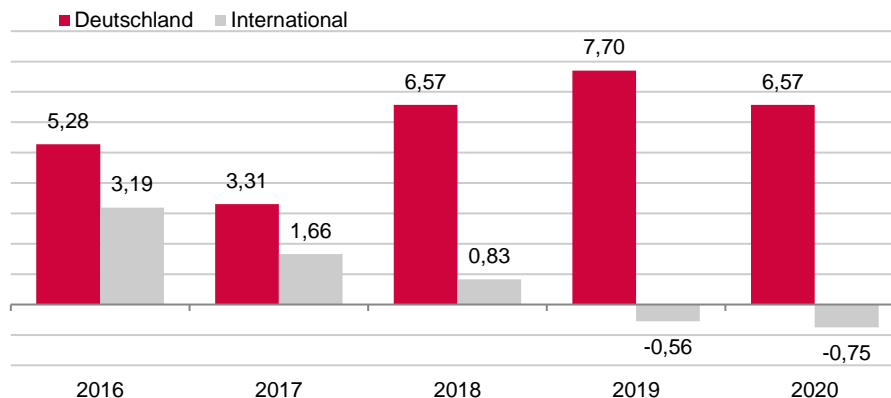
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Auch wenn das EBIT damit überproportional stark zurückgegangen ist, war die Ergebnisentwicklung besser als erwartet. Naturgemäß können deutliche Umsatzrückgänge nicht vollumfänglich durch Kostenanpassungen aufgefangen werden. Bei den variablen Kosten, wie etwa bei den Kosten für den Einsatz freier Mitarbeiter, Vertriebskosten etc. kam es jedoch zu einem deutlichen Rückgang. Dementsprechend reduzierten sich die variablen Einstandskosten um 14,80 % auf 39,03 Mio. € (VJ: 45,81 Mio. €) sowie die Marketing- und Vertriebsaufwendungen um 27,5 % auf 4,31 Mio. € (VJ: 5,95 Mio. €). Demgegenüber steht jedoch ein leichter Anstieg bei den Verwaltungskosten auf 10,42 Mio. € (VJ: 9,91 Mio. €).

Der negative Ergebnisbeitrag der ausländischen SYZYGY-Tochtergesellschaften war zudem von Sondereffekten beeinflusst. Diese stehen im Zusammenhang mit der Rückstellung für nicht genutzte Büroflächen in UK, welche erst im Laufe 2021 weitervermietet werden dürften. Darüber hinaus wurde der Standort in New York deutlich verkleinert und die entsprechenden Kosteneffekte sollten erst im laufenden Geschäftsjahr 2021 sichtbar werden. Insgesamt belief sich das EBIT der ausländischen Töchter auf -0,75 Mio. € (VJ: -0,56 Mio. €), wobei im vierten Quartal 2020 der Break-Even erreicht wurde.

Der EBIT-Beitrag der deutschen Gesellschaften lag mit 6,57 Mio. € (VJ: 7,70 Mio. €) und einer EBIT-Marge in Höhe von 14,4 % (VJ: 15,5 %) erneut im Bereich des langfristig anvisierten Rentabilitätsniveaus von 15 %.

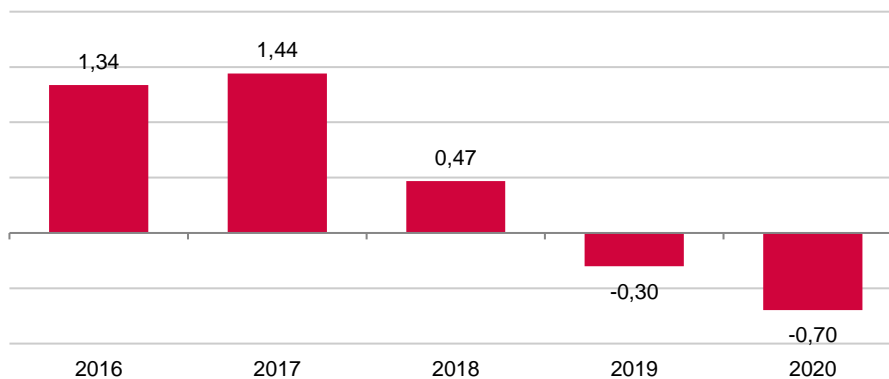
EBIT-Aufteilung nach Regionen



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg hat sich das Finanzergebnis der SYZYGY AG tendenziell rückläufig entwickelt. Einerseits ist dies eine Folge der im Zusammenhang mit der Finanzierung der Unternehmensakquisitionen stehenden rückläufigen Entwicklung des Wertpapierbestandes, mit dessen Anlage das SYZYGY-Management in der Vergangenheit überdurchschnittlich hohe Renditen erwirtschaftet hatte. Auf der anderen Seite werden seit dem Geschäftsjahr 2019 gemäß IFRS 16 Zinsaufwendungen aus der Bilanzierung von Leasingverträgen erfasst. Diese beliefen sich in 2020 auf 0,67 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €) und waren daher hauptverantwortlich für das negative Finanzergebnis.

Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Nach Berücksichtigung von Steueraufwendungen in Höhe von 1,22 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) weist die SYZYGY AG ein Nachsteuerergebnis (vor Minderheiten) in Höhe von 2,08 Mio. € (VJ: 3,54 Mio. €) aus. Der im Vergleich zum EBIT stärkere Rückgang des Jahresüberschusses ist demnach eine Folge des rückläufigen Finanzergebnisses sowie der überdurchschnittlich hohen Steuerquote. Diese war unter anderem deshalb höher als in den Vorjahren, da das positive Vorsteuerergebnis ausschließlich von den deutschen Gesellschaften erwirtschaftet wurde. In Deutschland liegen höhere Steuerquoten als in UK, USA oder Polen vor.

Bilanzielle und finanzielle Situation

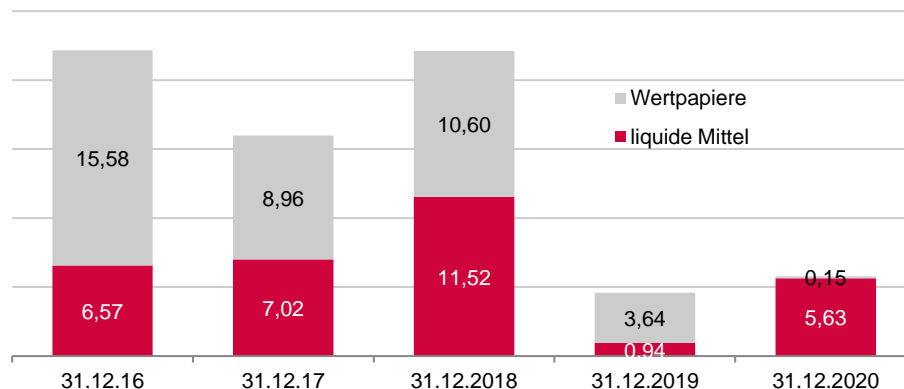
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	55,93	54,00	52,94	53,59
EK-Quote (in %)	53,5%	49,3%	44,3%	47,6%
Goodwill	58,17	58,12	58,44	57,35
Operatives Anlagevermögen	7,83	6,93	31,91	30,70
davon aus IFRS 16	-	-	20,70	23,62
Working Capital	-4,22	-17,03	-6,68	-10,28
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	15,98	22,12	4,59	5,78
Cashflow - operativ	4,78	16,36	-4,46	10,01
Cashflow - Investition	-3,87	-4,95	3,77	-3,56
Cashflow - Finanzierung	-0,27	-6,96	-10,27	-1,94

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Auch im von der Covid-19-Pandemie geprägten abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 hat sich am grundsätzlich sehr soliden Bilanzbild der SYZYGY AG nichts verändert. Das Eigenkapital verbesserte sich dabei leicht auf 53,59 Mio. € (31.12.19: 52,94 Mio. €) und die entsprechende Eigenkapitalquote auf 47,6 % (31.12.19: 44,3 %). Zur Sicherung der Liquidität hatte die Gesellschaft in 2020 auf eine Dividendenausschüttung verzichtet, was sich positiv auf das Eigenkapital ausgewirkt hatte. Die Leasingnutzungsrechte aus der IFRS 16-Anwendung belaufen sich derzeit auf 23,62 Mio. €. Ohne diesen bilanzverlängernden Effekt läge die EK-Quote bei 60,2 %.

Es ist auffällig, dass es der SYZYGY AG, trotz des Erwerbs ausstehender Anteile an Tochtergesellschaften (Liquiditätsabfluss: 3,31 Mio. €) gelungen ist, die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 5,78 Mio. € (31.12.19: 4,59 Mio. €) zu steigern. Dies liegt in erster Linie am deutlichen Anstieg des operativen Cashflows auf 10,01 Mio. € (VJ: -4,46 Mio. €) begründet. Besonders positiv hatte sich hier der Rückgang der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und damit insgesamt der Rückgang des Nettoumlaufvermögens ausgewirkt. Dieser Stichtageffekt ist auch auf das etwas niedrigere Umsatzniveau des vergangenen Geschäftsjahres zurückzuführen.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Aber auch die Entscheidung der SYZYGY AG die Dividendenausschüttung temporär auszusetzen, hatte zu einer erheblichen Steigerung des Finanzierungscashflows geführt.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	55,52	61,07	67,18	73,90
EBIT	4,00	6,09	6,99	7,87
EBIT-Marge	7,2%	10,0%	10,4%	10,6%
Jahresüberschuss	2,08	3,74	4,39	5,07

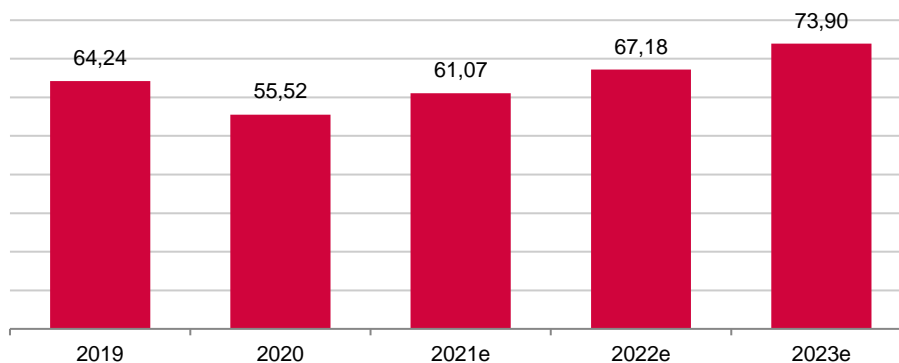
Quelle: GBC AG

Umsatzprognose 2021 - 2023

Das SYZYGY-Management rechnet für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatzwachstum in Höhe von rund 10 % sowie mit einer EBIT-Marge im hohen einstelligen Prozentbereich, was gegenüber 2020 einer überproportionalen EBIT-Entwicklung gleichkommen würde. Mögliche pandemiebedingte Auswirkungen sind zwar in den Prognosen enthalten, eine genaue Abschätzung der Folgen weiterer Lock-Downs oder weiterer Impfverzögerungen lassen sich naturgemäß aber nicht konkretisieren. Gemäß SYZYGY-Management lässt sich jedoch eine zunehmende Anpassung an die aktuellen Einschränkungen erkennen, so dass auch im aktuellen Umfeld von einer Normalisierung der Geschäftsentwicklung auszugehen ist. Gegenüber dem ersten Lockdown, der im zweiten Quartal 2020 deutliche Spuren in der Geschäftsentwicklung der SYZYGY AG hinterlassen hatte, haben sich die Kunden an Home Office oder an das digitale Arbeiten gewöhnt.

Das Umsatzwachstum sollte unserer Ansicht nach sowohl von den deutschen Gesellschaften als auch von den im Ausland tätigen Tochtergesellschaften stammen. Nach Unternehmensangaben bildet die im vierten Quartal 2020 in UK und USA erreichte deutliche Umsatzsteigerung eine gute Basis für den erwarteten Turn-Around des laufenden Geschäftsjahres. Hierfür zeichnen sowohl bereits umgesetzte Budgetsteigerungen bei Bestandskunden als auch ein Anstieg des Neukundengeschäftes verantwortlich. Etwas geringer, da von einer höheren Umsatzbasis herkommend, sollte die Umsatzdynamik in Deutschland ausfallen. Neben dem ohnehin soliden Technologiebereich sollten die Erlöse im Performance Marketing sowie die Beratungserlöse zu einem Anstieg der Umsätze führen. In der zweiten Jahreshälfte konnten für den Performance-Bereich zahlreiche Neukunden gewonnen werden.

Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Ebenfalls erwähnenswert sind mögliche positive Effekte im Zusammenhang mit der Erweiterung des Vorstands durch Frau Franziska von Lewinski. Sie verantwortet unter

anderem die Bereiche Strategie, Marketing und Vertrieb und wir rechnen hieraus mit positiven Effekten auf das Neukundengeschäft.

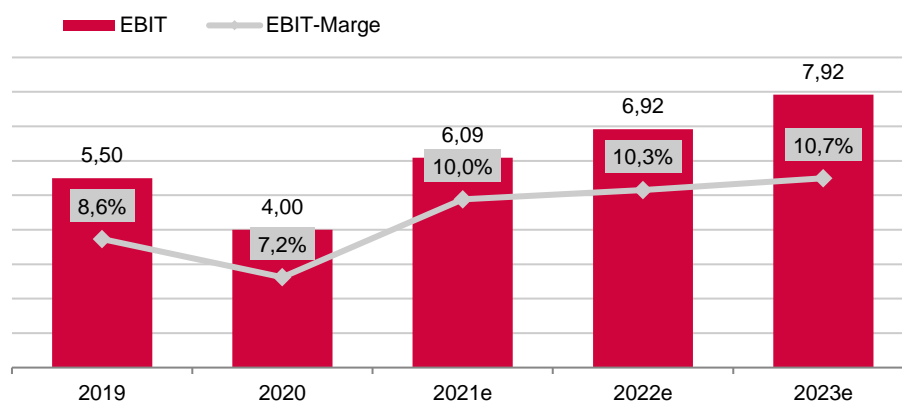
Analog zur Unternehmens-Guidance unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr 2021 einen Umsatzanstieg in Höhe von 10 % auf 61,07 Mio. €. Damit lägen die Konzernumsätze noch unterhalb des Umsatzniveaus vor Beginn der Covid-19-Pandemie. Bei einer gleichbleibenden Wachstumsdynamik dürfte dieses mit Umsatzerlösen in Höhe von 67,18 Mio. € zwar erst in 2022 übertroffen werden. Da wir nicht mehr davon ausgehen, dass die Covid-19-Pandemie das wirtschaftliche Geschehen des kommenden Geschäftsjahres erheblich beeinträchtigen wird, ist unsere Umsatzprognose als konservativ einzustufen. Das Gleiche gilt für unsere Umsatzprognose für das Geschäftsjahr 2023, wo wir ebenfalls einen Umsatzanstieg in Höhe von 10 % auf 73,90 Mio. € erwarten. Somit könnte es zu positiven Überraschungen kommen.

Ergebnisprognose 2021 – 2023

Schon alleine als Folge der höheren Umsatzbasis dürfte die SYZYGY AG in 2021 und in den kommenden Geschäftsjahren eine Steigerung der Rentabilität erreichen. Zusätzlich dazu sollte der erreichte Break-Even der im Ausland tätigen Gesellschaften eine überproportionale Ergebnissteigerung unterstützen. Beispielhaft dafür steht der Wegfall der im Geschäftsjahr 2020 ergebniswirksamen Rückstellungen in Großbritannien sowie die umgesetzte Reduktion der laufenden Kosten in New York. Alleine daraus ist die vom SYZYGY-Management erwartete Verbesserung der EBIT-Marge in den hohen einstelligen Prozentbereich gut möglich.

Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit einem EBIT in Höhe von 6,09 Mio. € und damit mit einer EBIT-Marge in Höhe von 10,0 %. Nach wie vor sollten die Marketing- und Vertriebsaufwendungen, aufgrund des Wegfalls von Präsenzveranstaltungen, noch deutlich unter dem Niveau der Vorjahre liegen. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer weiteren Rentabilitätsverbesserung, wenngleich der von uns prognostizierte Margensprung noch viel Luft nach oben lässt.

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



Quelle: GBC AG

Unterm Strich sollte bereits in 2021 der Vor-Corona-Wert von 2019 übertroffen werden und in den kommenden Geschäftsjahren, analog zu unserer EBIT-Prognose, überproportional ansteigen. Nachdem für das Geschäftsjahr 2019 keine Dividendenausschüttung erfolgt ist, sollte auf der diesjährigen Hauptversammlung, gemäß Vorschlag, eine Dividende in Höhe von 0,15 € je Aktie ausgeschüttet werden. Für die Folgejahre unterstellen wir einen kontinuierlichen Dividendenanstieg.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 18,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY 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 0,25 % (bisher: 0,25 %). 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 1,15 (bisher: 1,15). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,59 % (bisher: 6,59 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,59 % (bisher: 6,59 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,60 € (bisher: 9,35 €) ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung ist dabei in erster Linie auf den erstmaligen Einbezug der Prognosen des Geschäftsjahres 2023 in die konkrete Schätzperiode zurückzuführen. Gegenüber der bisher letzten konkreten Schätzperiode 2022 liegt damit eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells vor, was sich kurszielsteigernd auswirkt.

DCF-Modell

SYZGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	18,0%	ewige EBITA - Marge	11,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-4,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	61,07	67,18	73,90	77,22	80,70	84,33	88,13	92,09	
US Veränderung	10,0%	10,0%	10,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,97	2,12	2,31	2,57	2,83	3,09	3,34	3,58	
EBITDA	11,49	11,92	13,32	13,92	14,54	15,20	15,88	16,60	
EBITDA-Marge	18,8%	17,7%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
EBITA	6,09	6,92	7,92	6,53	7,61	8,62	9,58	10,50	
EBITA-Marge	10,0%	10,3%	10,7%	8,4%	9,4%	10,2%	10,9%	11,4%	11,5%
Steuern auf EBITA	-1,72	-1,96	-2,38	-1,96	-2,28	-2,59	-2,87	-3,15	
zu EBITA	28,3%	28,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,37	4,96	5,54	4,57	5,33	6,03	6,70	7,35	
Kapitalrendite	14,7%	19,1%	20,0%	15,8%	19,9%	24,0%	28,2%	32,4%	34,7%
Working Capital (WC)	-5,00	-4,00	-3,00	-3,22	-3,37	-3,52	-3,67	-3,84	
WC zu Umsatz	-8,2%	-6,0%	-4,1%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	-4,2%	
Investitionen in WC	3,97	-1,00	-1,00	0,22	0,14	0,15	0,16	0,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	31,00	31,70	32,00	30,01	28,48	27,30	26,39	25,70	
AFA auf OAV	-5,40	-5,00	-5,40	-7,39	-6,93	-6,58	-6,31	-6,10	
AFA zu OAV	17,4%	15,8%	16,9%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	
Investitionen in OAV	-5,70	-5,70	-5,70	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	
Investiertes Kapital	26,00	27,70	29,00	26,79	25,11	23,78	22,72	21,86	
EBITDA	11,49	11,92	13,32	13,92	14,54	15,20	15,88	16,60	
Steuern auf EBITA	-1,72	-1,96	-2,38	-1,96	-2,28	-2,59	-2,87	-3,15	
Investitionen gesamt	-1,73	-11,43	-6,70	-5,18	-5,26	-7,69	-5,24	-5,23	
Investitionen in OAV	-5,70	-5,70	-5,70	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	
Investitionen in WC	3,97	-1,00	-1,00	0,22	0,14	0,15	0,16	0,17	
Earm-Out-Zahlungen	0,00	-4,73	0,00	0,00	0,00	-2,44	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,03	-1,47	4,24	6,78	7,00	4,92	7,77	8,21	155,45

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	126,94	136,78
Barwert expliziter FCFs	27,51	30,79
Barwert des Continuing Value	99,44	105,99
Nettoschulden (Net debt)	-2,86	1,56
Wert des Eigenkapitals	129,80	135,22
Fremde Gewinnanteile	-0,20	-0,21
Wert des Aktienkapitals	129,60	135,01
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,60	10,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,15
Eigenkapitalkosten	6,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,6%

Kapitalrendite	WACC				
	5,6%	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%
33,2%	11,83	10,38	9,26	8,37	7,64
33,9%	12,06	10,58	9,43	8,52	7,77
34,7%	12,29	10,78	9,60	8,66	7,90
35,4%	12,52	10,97	9,77	8,81	8,03
36,2%	12,76	11,17	9,94	8,96	8,16

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,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, 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