



## **Researchstudie (Update)**

### **Syzygy AG**

# SYZYGY GROUP

- **Pandemiebedingte Umsatzlücke erfolgreich geschlossen -**
- **Halbjahresrekord beim Ergebnis -**
- **Ergebnisprognose für 2021 erhöht -**

**Kursziel: 10,20 €**

**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<sup>\*5a,7,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 10,20 €  
(bisher: 9,60 €)

aktueller Kurs: 7,08  
03.08.21 / XETRA / 12:51 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,50  
Marketcap<sup>3</sup>: 95,58  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 92,88  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Free Float: 35,5%

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

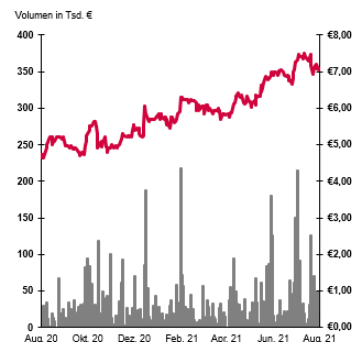
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 504 (30.06.2021)

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 sie 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. SYZYGY 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	11,67	11,92	13,32
EBIT	4,00	6,27	6,92	7,92
Jahresüberschuss	2,06	3,87	4,34	5,08

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,15	0,29	0,32	0,38
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,67	1,52	1,38	1,26
EV/EBITDA	9,62	7,96	7,79	6,97
EV/EBIT	23,22	14,82	13,42	11,73
KGV	46,42	24,70	22,03	18,80
KBV	1,78			

### Finanztermine

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  
07.05.2021: RS / 9,60 / KAUFEN  
13.04.2020: RS / 9,60 / KAUFEN  
01.02.2021: RS / 9,35 / KAUFEN  
03.11.2020: RS / 9,00 / KAUFEN  
06.08.2020: RS / 9,40 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

## EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten sechs Monaten 2021 hat die Syzygy AG den pandemiebedingten Umsatzrückgang des ersten Halbjahres 2020 wieder vollständig aufgeholt. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 30,04 Mio. € (VJ: 26,95 Mio. €) wurde der Vorjahreswert um 11,5 % deutlich übertroffen. Ein besonderer Treiber hinter dieser Entwicklung war die Entwicklung der ausländischen Tochtergesellschaften, die einen dynamischen Umsatzanstieg in Höhe von 37,1 % auf 7,14 Mio. € (VJ: 5,21 Mio. €) erreicht haben. Nach Unternehmensangaben hatten die höheren Budgetausgaben eines Bestandskunden einen starken Einfluss auf das internationale Wachstum. Es konnten aber auch Neukunden gewonnen sowie das übrige Bestandskundengeschäft ausgebaut werden.
- Auch die Umsätze der deutschen Gesellschaften kletterten um 6,0 % auf 23,60 Mio. € (VJ: 22,27 Mio. €) und konnten die Corona-bedingten Umsatzrückgänge wieder vollständig aufholen. Die Basis hierfür war das Bestandskundengeschäft sowie Umsätze aus dem Neukundenbereich. Auch das von der Covid-19-Pandemie besonders betroffene Beratungsgeschäft hatte wieder angezogen, lag jedoch noch unterhalb des 2019er Niveaus.
- Die signifikante Rentabilitätsverbesserung des ersten Halbjahres 2021 ist besonders auffällig. Das EBIT verdoppelte sich auf einen neuen Halbjahres-Rekordwert von 3,10 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) was ebenfalls mit einer Verdoppelung der EBIT-Marge auf 10,3 % (VJ: 5,7 %) einhergegangen ist. Neben den erreichten Skaleneffekten ist diese Entwicklung auf die im vergangenen Geschäftsjahr umgesetzten nachhaltigen Kosteneinsparmaßnahmen zurückzuführen. Zudem waren aufgrund der pandemiebedingten Einschränkungen niedrigere Marketing- und Vertriebskosten angefallen.
- Das Syzygy-Management hat die starke Umsatzentwicklung, aber insbesondere den deutlichen Ergebnissprung dazu genutzt, um eine Prognoseerhöhung vorzunehmen. Bei einer unveränderten Umsatzguidance, die von einem Wachstum in Höhe von 10 % ausgeht, wird nun eine EBIT-Marge von rund 10 % erwartet. Bislang war eine EBIT-Marge im hohen einstelligen Bereich in Aussicht gestellt. Nach Erwartungen des Syzygy-Managements sollen alle Einheiten, also sowohl die ausländischen als auch die deutschen Gesellschaften, zum Umsatz- und Rentabilitätsanstieg beitragen.
- Zum Umsatzwachstum sollten sowohl das Bestandskundengeschäft als auch gewonnene Neukunden beitragen. Erwähnenswert ist hier der Ausbau des Mandats bei Mazda Motors Deutschland, wodurch Syzygy nun die ganzheitliche Weiterentwicklung und Implementierung der Kommunikationsstrategie verantwortet. Als neue Kunden konnten beispielsweise Europas führender Reisemobil- und Caravan-Hersteller, die Erwin Hymer Group gewonnen werden. Zudem hat die Frankfurter Buchmesse die Syzygy damit beauftragt, eine langfristig ausgerichtete Digitalstrategie zu entwickeln. Der angepassten Unternehmens-Guidance entsprechend haben wir unsere EBIT-Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2021 auf 6,27 Mio. € (bisherige GBC-Prognose: 6,09 Mio. €) angepasst. Die Umsatzschätzungen sowie die Prognose der kommenden Geschäftsjahre 2022 und 2023 behalten wir unverändert bei.
- Im Rahmen des aktuellen DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 10,20 € (bisher: 9,60 €) ermittelt. Diese Anhebung ist dabei insbesondere auf den modelltechnischen Roll-Over-Effekt zurückzuführen, da die neue Kurszielbasis das Geschäftsjahresende 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021) ist. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

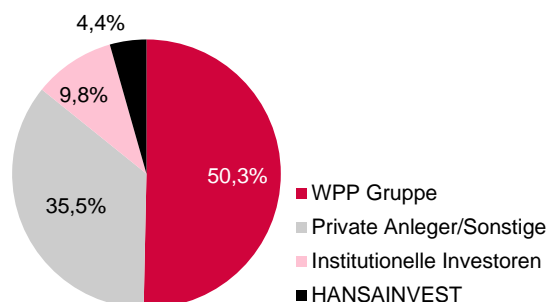
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur zum 30.06.2021 .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2021 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2021 .....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021 .....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2021 .....	7
<b>Prognosen und Bewertung.....</b>	<b>8</b>
Bewertung.....	9
Modellannahmen.....	9
Bestimmung der Kapitalkosten.....	9
Bewertungsergebnis.....	9
DCF-Modell.....	10
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

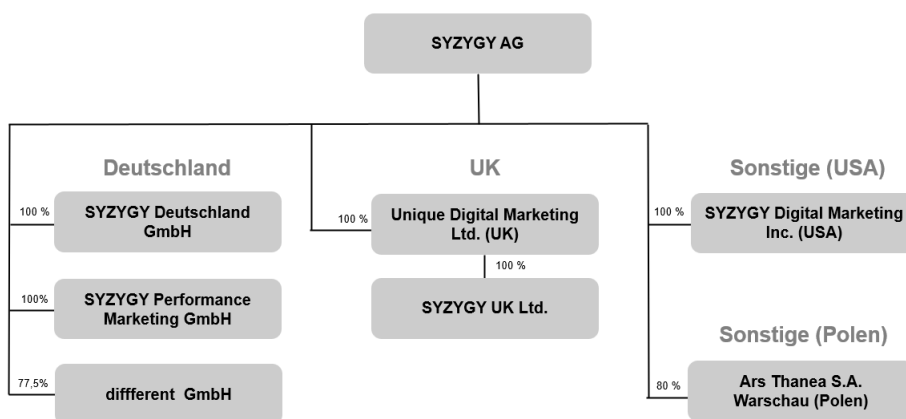
### Aktionärsstruktur zum 30.06.2021

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Private Anleger/Sonstige	35,5%
Institutionelle Investoren	9,8%
HANSAINVEST	4,4%

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die SYZYG AG die restlichen 10 % an der USEEDS erworben und damit die Beteiligungsquote auf 100 % erhöht. 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 SYZYG AG planmäßig die ausstehenden Anteile an der SYZYG Performance GmbH erworben und damit auch hier eine Beteiligungsquote von 100 % erreicht. Zudem wurden im zweiten Quartal 2021 die SYZYG Media GmbH und die SYZYG Performance GmbH auf die SYZYG Performance Marketing GmbH verschmolzen.

### Referenzkunden (Auswahl)



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2021

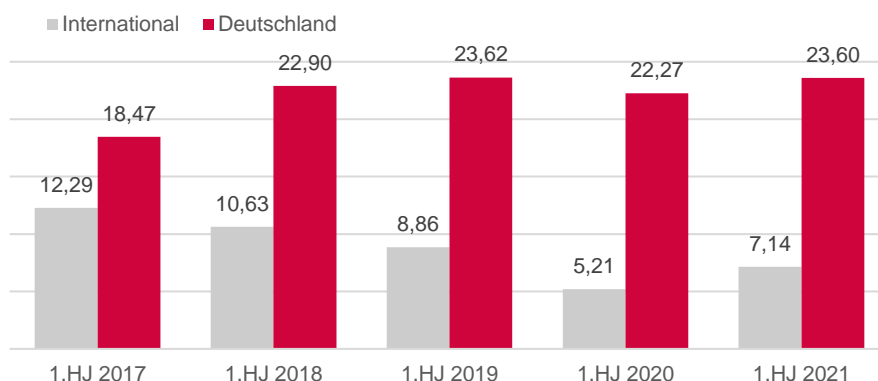
in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	31,57	26,95	30,04
davon in Deutschland	23,62	22,27	23,60
davon International	8,86	5,21	7,14
EBIT (EBIT-Marge)	2,81 (8,9%)	1,55 (5,7%)	3,10 (10,3%)
Periodenergebnis	2,05	0,81	2,03

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2021

Die Syzygy AG hat aus Sicht des ersten Halbjahres den im vergangenen Geschäftsjahr 2020 aufgrund der Covid-19-Pandemie entstandenen Umsatzrückgang wieder nahezu vollständig aufgeholt. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 30,04 Mio. € (VJ: 26,95 Mio. €) wurde der Vorjahreswert erwartungsgemäß um 11,5 % deutlich übertroffen. Dabei ist die Trendumkehr bei den im Ausland tätigen Syzygy-Gesellschaften besonders stark ausgefallen. Speziell die UK-Töchter steigerten die Umsatzerlöse um 40,9 % auf 4,32 Mio. € (VJ: 3,07 Mio. €) und waren damit der wichtigste Treiber der insgesamt um 37,1 % auf 7,14 Mio. € (VJ: 5,21 Mio. €) gesteigerten Auslandsumsätze. Besonders zum Umsatzanstieg haben dabei höhere Ausgaben eines Bestandskunden beigetragen.

### Segmentaufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

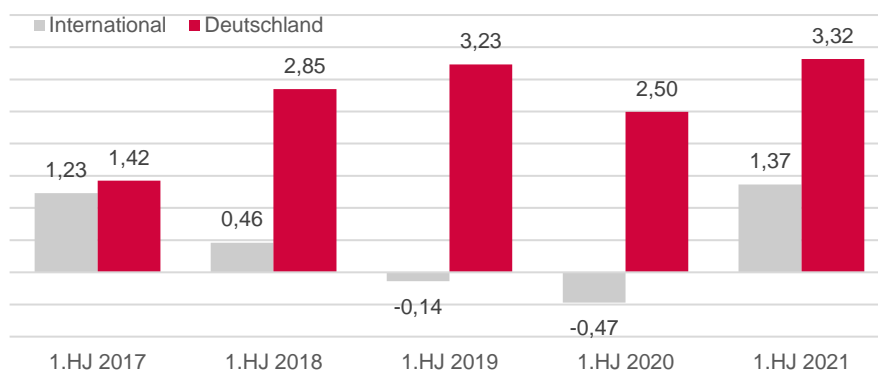
Das Konzernumsatzwachstum wurde auch von den deutschen Gesellschaften getragen, wengleich hier mit einem Anstieg in Höhe von 6,0 % auf 23,60 Mio. € (VJ: 22,27 Mio. €) eine geringere Wachstumsdynamik erreicht wurde. Hier konnte die im vergangenen Geschäftsjahr entstandene Umsatzlücke vollständig geschlossen werden. Die Basis hierfür war das Bestandskundengeschäft sowie Umsätze aus dem Neukundenbereich. Auch das von der Covid-19-Pandemie besonders betroffene Beratungsgeschäft hatte wieder angezogen, lag jedoch noch unterhalb des 2019er Niveaus.

### Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021

Trotz der noch leicht unterhalb des Vor-Pandemie-Niveaus und damit des ersten Halbjahres 2019 liegenden Umsatzerlöse hat die Syzygy AG auf EBIT-Basis mit 3,10 Mio. € (VJ: 1,55 Mio. €) einen neuen Halbjahres-Rekordwert erreicht. Die dazugehörige EBIT-Marge in Höhe von 10,3 % (VJ: 5,7 %) lag, auf Halbjahressicht, erstmals seit 2011 wieder im zweistelligen Bereich. Es liegt zwar in der Natur der Sache, dass steigende Umsatzerlöse mit steigenden operativen Ergebnissen einhergehen, der überproportionale EBIT-Anstieg ist aber in erster Linie auf im vergangenen Geschäftsjahr implementierte

Kostenanpassungsmaßnahmen zurückzuführen. Diese haben insbesondere bei den ausländischen Tochtergesellschaften zu einer nachhaltigen Reduktion der operativen Kosten und damit der operativen Gewinnschwelle geführt. Das EBIT der in UK, USA und Polen tätigen Gesellschaften verbesserte sich auf 1,37 Mio. € (VJ: -0,47 Mio. €), nachdem in den beiden vergangenen Vergleichsperioden jeweils ein negativer Wert ausgewiesen wurde. Mit einer EBIT-Marge in Höhe von 19,1 % wurde hier gleichzeitig das höchste Rentabilitätsniveau der Unternehmenshistorie erreicht.

### Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)

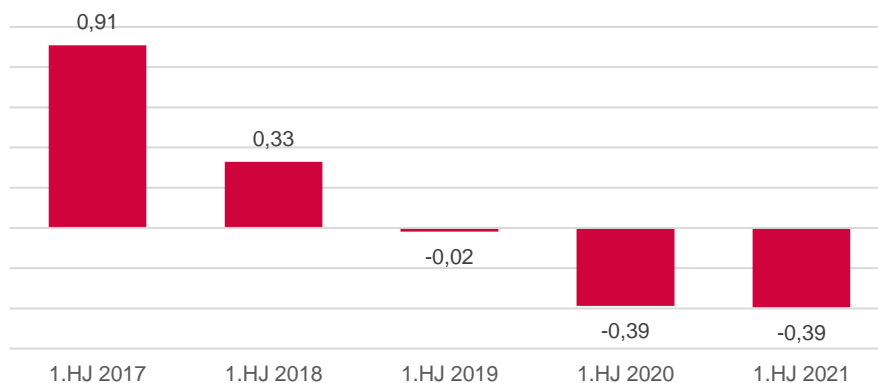


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Auch im Segment Deutschland kletterte das EBIT überproportional auf 3,32 Mio. € (VJ: 2,49 Mio. €), was vor allem dem höheren Umsatzniveau zu verdanken ist. Die im Zusammenhang mit den pandemiebedingten Einschränkungen stehenden niedrigen Marketing- und Vertriebskosten sowie die leicht erhöhte Rohertragsmarge haben insgesamt das Rentabilitätsniveau, auch im Vergleich zum Niveau vor der Pandemie, erhöht.

Auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses wurde der Vorjahreswert mit 2,03 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €) sichtbar übertroffen. Wie auch schon in der Vorjahresperiode hat das Finanzergebnis in Höhe von -0,39 Mio. € (VJ: -0,39 Mio. €) keinen positiven Ergebnisbeitrag geleistet. Dies liegt vor allem an den in den vergangenen Geschäftsjahren getätigten Unternehmensakquisitionen und dem daraus resultierenden Rückgang der gehaltenen Wertpapiere begründet. Zudem weist die Syzygy AG im Zuge der IFRS 16-Bilanzierung seit dem Geschäftsjahr 2019 Finanzaufwendungen (Mietaufwendungen) auf.

### Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

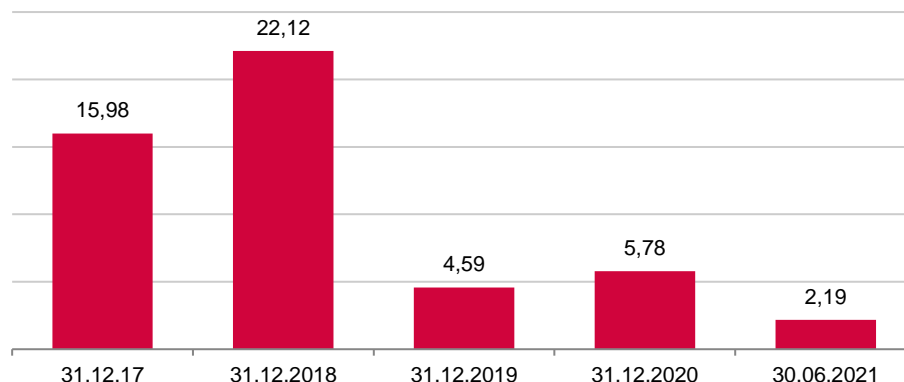
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Eigenkapital	52,94	53,59	54,25
EK-Quote (in %)	44,3%	47,6%	46,9%
Goodwill	58,44	57,35	57,85
Operatives Anlagevermögen	31,91	30,70	31,21
Working Capital	-6,68	-10,28	-6,78
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	4,59	5,78	2,19
Cashflow - operativ	-4,46	10,01	1,42
Cashflow - Investition	3,77	-3,56	-1,88
Cashflow - Finanzierung	-10,27	-1,94	-3,22

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Vermögenslage der Syzygy AG weist in den ersten sechs Monaten 2021 nur sehr geringfügige Änderungen auf. Nachdem die Gesellschaft im vergangenen Jahr aufgrund der Covid-19-Pandemie die Dividendenausschüttung ausgesetzt hatte, wurde nach der diesjährigen Hauptversammlung eine Dividende von 0,15 € je Aktie bzw. insgesamt 2,03 Mio. € an die Aktionäre ausgeschüttet. Dies hatte einerseits dazu geführt, dass das Eigenkapital im Vergleich zum Nachsteuerergebnis auf 54,25 Mio. € (31.12.20: 53,59 Mio. €) weniger stark angestiegen ist.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Auf der anderen Seite hatte die Dividendenausschüttung insgesamt zu einem Rückgang der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 2,19 Mio. € (31.12.20: 5,78 Mio. €) geführt. Hier hat auch der im Vergleich zum operativen Ergebnis niedrigere operative Cashflow in Höhe von 1,42 Mio. € (VJ: 4,51 Mio. €) eine wichtige Rolle gespielt. Hier findet sich insbesondere der Anstieg des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf -6,78 Mio. € wieder. Ohne temporäre Working Capital-Effekte hätte die Syzygy AG einen Anstieg des operativen Cashflows auf 4,85 Mio. € (VJ: 3,55 Mio. €) ausgewiesen. In Summe hat der niedrigere operative Cashflow zusammen mit den Investitionen ins Anlagevermögen sowie den erfolgten Dividendenausschüttungen zum dargestellten Rückgang des kurzfristigen Finanzvermögens geführt.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021e (alt)	GJ 2021e (neu)	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	61,07	61,07	67,18	73,90
EBIT	6,09	6,27	6,92	7,92
EBIT-Marge	10,0%	10,3%	10,3%	10,7%
Jahresüberschuss	3,74	3,87	4,34	5,08

Quelle: GBC AG

Das Syzygy-Management hat insbesondere die außerordentlich gute Ergebnisentwicklung zum Anlass genommen, um eine leichte Prognoseerhöhung vorzunehmen. Während bisher eine EBIT-Marge im hohen einstelligen Bereich in Aussicht gestellt war, wird nun mit einer EBIT-Marge von rund 10 % gerechnet. Die Umsatz-Guidance, wonach ein Wachstum in Höhe von rund 10 % erwartet wird, bleibt indes unverändert. In den ersten sechs Monaten 2021 wurde ein Umsatzwachstum in Höhe von 11,5 % und eine EBIT-Marge in Höhe von 10,3 % erreicht und damit eine sehr gute Grundlage für das Erreichen der Guidance gelegt. Nach Erwartungen des Syzygy-Managements sollen alle Einheiten, also sowohl die ausländischen als auch die deutschen Gesellschaften, zum Umsatz- und Rentabilitätsanstieg beitragen.

Es ist davon auszugehen, dass die im Ausland tätigen Syzygy-Gesellschaften weiterhin ein vergleichsweise hohes Umsatzwachstum erreichen werden, wenngleich wir für das zweite Halbjahr 2021 von einer etwas flacheren Dynamik ausgehen. Auch wenn die über den Erwartungen liegenden hohen Ausgaben eines Bestandskunden zurückgehen sollten, so verfügt die Gesellschaft mit gewonnenen Neukunden sowie umgesetzten Budgetsteigerungen bei den Bestandskunden über eine gute Grundlage für die Fortsetzung des Turn-Arounds. Begleitet wird dieser von den umgesetzten Restrukturierungsmaßnahmen, was bereits im ersten Halbjahr 2021 einen starken Rentabilitätsanstieg zur Folge hatte.

Auch bei den deutschen Gesellschaften sollte sich der Wachstumstrend fortsetzen. Als Basis dafür dient sowohl der Ausbau des Bestandskundengeschäfts als auch die Gewinnung von Neukunden. Erwähnenswert ist hier der Ausbau des Mandats bei Mazda Motors Deutschland, wodurch Syzygy die ganzheitliche Weiterentwicklung und Implementierung der Kommunikationsstrategie verantwortet. Als neuer Kunde konnte beispielsweise Europas führender Reisemobil- und Caravan-Hersteller, die Erwin Hymer Group gewonnen werden. Zudem hat die Frankfurter Buchmesse die Syzygy damit beauftragt, eine langfristig ausgerichtete Digitalstrategie zu entwickeln.

Wir haben unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021, analog zur Unternehmens-Guidance, auf EBIT-Ebene angepasst. Bei unveränderten Umsatzerwartungen in Höhe von 61,07 Mio. € (Umsatzwachstum: 10,0 %) prognostizieren wir nun ein EBIT in Höhe von 6,27 Mio. € (bisherige Prognose: 6,09 Mio. €), was einer EBIT-Marge in Höhe von 10,3 % (bisherige Prognose: 10,0 %) entspricht. Die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre behalten wir unverändert bei. Damit rechnen wir für die Geschäftsjahre 2022 und 2023 weiterhin mit einem Umsatzwachstum in Höhe von jeweils 10,0 % und einer tendenziell leichten Verbesserung des Rentabilitätsniveaus.

Im Rahmen des aktuellen DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 10,20 € (bisher: 9,60 €) ermittelt. Diese Anhebung ist dabei insbesondere auf den modelltechnischen Roll-Over-Effekt zurückzuführen, da die neue Kurszielbasis das Geschäftsjahresende 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021) ist. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## 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*

Aufgrund der leichten Prognoseanhebung für 2021 und des Roll-Over-Effektes haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 10,20 € (bisher: 9,60 €) ermittelt.

## 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	-5,1%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	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	2,00	2,20	2,41	2,66	2,91	3,16	3,40	3,63	
EBITDA	11,67	11,92	13,32	13,92	14,54	15,20	15,88	16,60	
EBITDA-Marge	19,1%	17,7%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	
EBITA	6,27	6,92	7,92	8,83	9,74	10,60	11,41	12,16	11,5%
EBITA-Marge	10,3%	10,3%	10,7%	8,8%	9,7%	10,4%	11,0%	11,5%	
Steuern auf EBITA	-1,77	-1,96	-2,38	-2,05	-2,35	-2,64	-2,91	-3,18	
zu EBITA	28,3%	28,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,49	4,96	5,54	6,16	6,80	7,42	8,00	8,57	
Kapitalrendite	22,0%	22,6%	23,1%	17,8%	21,9%	26,1%	30,4%	34,7%	36,8%
Working Capital (WC)	-8,50	-6,50	-3,80	-3,97	-4,15	-4,34	-4,53	-4,74	
WC zu Umsatz	-13,9%	-9,7%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	
Investitionen in WC	-1,78	-2,00	-2,70	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	30,50	30,50	30,70	29,01	27,71	26,71	25,94	25,35	
AFA auf OAV	-5,40	-5,00	-5,40	-7,09	-6,70	-6,40	-6,17	-5,99	
AFA zu OAV	17,7%	16,4%	17,6%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	
Investitionen in OAV	-5,20	-5,00	-5,60	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	
Investiertes Kapital	22,00	24,00	26,90	25,04	23,56	22,37	21,41	20,61	
EBITDA	11,67	11,92	13,32	13,92	14,54	15,20	15,88	16,60	
Steuern auf EBITA	-1,77	-1,96	-2,38	-2,05	-2,35	-2,64	-2,91	-3,18	
Investitionen gesamt	-6,98	-11,73	-8,30	-5,23	-5,22	-7,65	-5,20	-5,20	
Investitionen in OAV	-5,20	-5,00	-5,60	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	-5,40	
Investitionen in WC	-1,78	-2,00	-2,70	0,17	0,18	0,19	0,20	0,20	
Earm-Out-Zahlungen	0,00	-4,73	0,00	0,00	0,00	-2,44	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,92	-1,77	2,64	6,64	6,97	4,91	7,76	8,22	156,28

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	125,63	135,68
Barwert expliziter FCFs	25,66	29,12
Barwert des Continuing Value	99,97	106,55
Nettoschulden (Net debt)	-6,99	-2,27
Wert des Eigenkapitals	132,62	137,95
Fremde Gewinnanteile	-0,20	-0,21
Wert des Aktienkapitals	132,42	137,74
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,81	10,20

#### 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%
35,3%	12,53	11,03	9,86	8,93	8,17
36,1%	12,76	11,22	10,03	9,08	8,31
36,8%	12,99	11,42	10,20	9,23	8,44
37,6%	13,22	11,62	10,37	9,38	8,57
38,3%	13,45	11,81	10,54	9,53	8,70

## 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)