



Researchstudie (Anno)

Syzygy AG

SYZYGY GROUP

Attraktiver Dividendenwert zurück auf Wachstumskurs

Kursziel: 10,40 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 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*1,5a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 10,40 €
(bisher: 10,20 €)

aktueller Kurs: 5,90
12.04.22 / XETRA / 9:58 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 79,65
EnterpriseValue³: 75,24
³ 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: 535 (31.12.2021)

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	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	60,12	66,50	73,15	78,27
EBITDA	14,57	12,70	13,51	13,92
EBIT	6,38	6,95	7,86	8,52
Jahresüberschuss	4,02	4,34	4,86	5,33

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,30	0,32	0,36	0,39
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,30	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,25	1,13	1,03	0,96
EV/EBITDA	5,16	5,92	5,57	5,41
EV/EBIT	11,79	10,83	9,58	8,83
KGV	19,80	18,33	16,38	14,95
KBV	1,42			

Finanztermine

29.04.22: Q1-Bericht 2022
05.07.22: Hauptversammlung
29.07.22: Q2-Bericht 2022
28.10.22: Q3-Bericht 2022
15-16.11.22: MKK
28-30.11.22: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
04.02.2022: RS / 10,25 / KAUFEN
08.11.2021: RS / 10,20 / KAUFEN
04.08.2021: RS / 10,20 / KAUFEN
07.05.2021: RS / 9,60 / 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 18

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 8,3 % auf 60,12 Mio. € (VJ: 55,52 Mio. €) hat die SYZYGY AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2021 einen Teil des pandemiebedingten Umsatzrückgangs des Vorjahres aufgeholt. Gleichzeitig wurde das angestrebte Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % nahezu erreicht. Unverändert waren dabei im Beratungsbereich noch die Auswirkungen der Corona-Pandemie sichtbar. Darüber hinaus hatte der weiterhin hinter Plan liegende Personalausbau ein stärkeres Umsatzwachstum verhindert.
- Bei der Trennung nach regionalen Geschäftssegmenten wird eine besonders dynamische Entwicklung der im Ausland tätigen Gesellschaften sichtbar. Der Umsatzanstieg in Höhe von 15,9 % auf 13,29 Mio. € (VJ: 11,46 Mio. €) ist eine Folge der erfolgten Umstrukturierung, was sich sowohl im Ausbau des Bestandskundengeschäftes als auch in der Gewinnung von Neukunden niedergeschlagen hatte. Auch in Deutschland konnten neue Kunden gewonnen werden, so dass die hierzulande erwirtschafteten Umsätze um 5,6 % auf 48,09 Mio. € (VJ: 45,53 Mio. €) angestiegen sind. Das von der Pandemie betroffene Beratungsgeschäft sowie der hinter den Erwartungen liegende Personalausbau stand einem stärkeren Wachstum entgegen.
- Infolge der im Ausland umgesetzten Kosteneinsparmaßnahmen sowie der im Zuge der Pandemie im Inland erfolgten Kostensenkungen ist das EBIT im Vergleich zum Umsatz deutlich überproportional um 59,5 % auf 6,38 Mio. € (VJ: 4,00 Mio. €) angestiegen. Besonders hervorzuheben ist die Rückkehr der ausländischen SYZYGY-Tochtergesellschaften in die Gewinnzone, nachdem zwei Jahre in Folge ein jeweils negatives Ergebnis ausgewiesen wurde. Mit dem erreichten EBIT und der korrespondierenden EBIT-Marge in Höhe von 10,6 % (VJ: 7,2 %) wurde sowohl die Unternehmens-Guidance (EBIT-Marge im hohen einstelligen Bereich) als auch unsere Prognose (GBC-Prognose: 6,27 Mio. €) übertroffen.
- Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hat das SYZYGY-Management die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Auch wenn der aktuelle Krieg in der Ukraine oder der noch ungewisse Verlauf der Corona-Pandemie die Prognose höheren Risiken aussetzt, geht der Vorstand für 2022 von einem Umsatzwachstum in Höhe von 10 % aus und rechnet gleichzeitig mit einer EBIT-Marge in Höhe von 10 %. In absoluten Werten übersetzt, bedeutet dies einen erwarteten Umsatzanstieg auf rund 67 Mio. € und des EBIT auf rund 6,7 Mio. €.
- Im Rahmen dieser Studie orientieren wir uns an der Unternehmens-Guidance und rechnen mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 10 % auf 66,50 Mio. €. Nach Unternehmensaussage liegt der Fokus der diesjährigen Geschäftsentwicklung auf der weiteren Gewinnung von Neukunden und damit auf dem Erreichen der Umsatzziele. Für das kommende Geschäftsjahr 2023 rechnen wir mit einem gleichbleibenden Umsatzanstieg in Höhe von 10 % auf 73,15 Mio. € sowie für 2024 in Höhe von 7,0 % auf 78,27 Mio. €. Unseren Schätzungen zur Folge sollte sich das EBIT in den kommenden Geschäftsjahren zwischen 10,4 % und 10,9 % einpendeln.
- Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 10,40 € (bisher: 10,25 €) ermittelt. Die leichte Kurszielsteigerung ist ausschließlich dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2024 in die Schätzperiode des Bewertungsmodells zu verdanken. Mit dem höheren prognostizierten Umsatz- und Ergebnissniveau stellt das Geschäftsjahr 2024 eine höhere Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells dar, was sich leicht kurszielerhöhend ausgewirkt hat. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

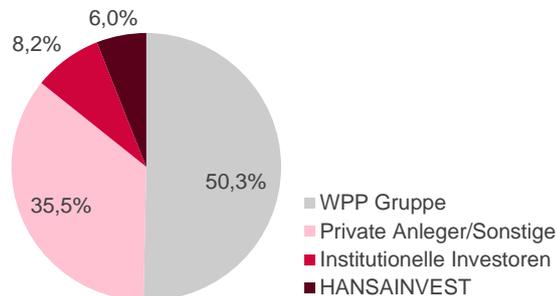
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte/Dienstleistungen	4
Referenzkunden (Auswahl).....	5
Markt und Marktumfeld	6
Digitale Werbeausgaben	6
Entwicklung Onlinehandel	6
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2021	9
Umsatzentwicklung 2021	9
Ergebnisentwicklung 2021	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Bewertung	13
Umsatzprognose 2022 - 2024.....	13
Ergebnisprognose 2022 – 2024	14
Bewertung.....	14
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

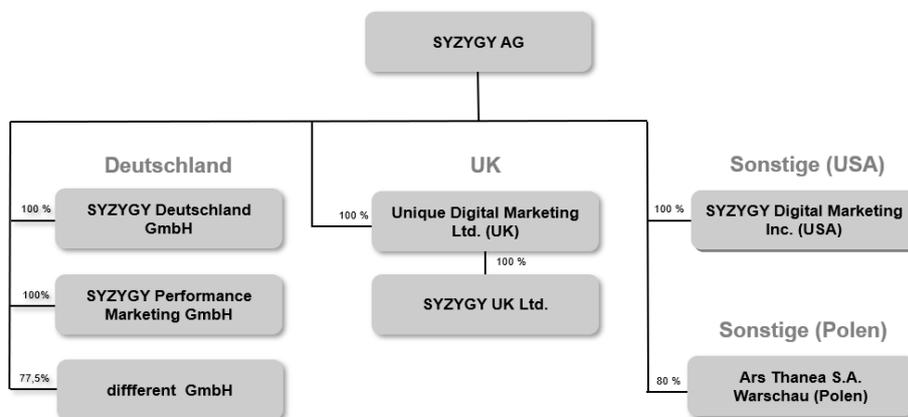
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Private Anleger / Sonstige	35,5%
HANSAINVEST	6,0%
Institutionelle Anleger	8,2%

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

In den vergangenen Geschäftsjahren hat die SYZYGY AG den Konsolidierungskreis entsprechend dem Produktangebot strukturiert. In diesem Sinne wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr jeweils 100 % der Anteile an der SYZYGY Media GmbH und der SYZYGY Performance Marketing GmbH in die SYZYGY Performance Marketing GmbH eingebracht. Gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr hat sich die Anzahl der Tochterunternehmen damit auf 7 (VJ: 9) weiter reduziert.

In dieser aktuellen Struktur ist die Kompetenzaufteilung folgendermaßen aufgeteilt:

- **SYZYGY:** Beratung- und Umsetzungspartner für digitale Transformation in Marketing und Vertrieb
- **SYZYGY Performance:** Performance Marketing
- **SYZYGY Techsolutions:** Enterprise IT-Lösungen
- **different:** Strategie und Business-Beratung
- **Ars Thanea:** Design-Studio
- **SYZYGY XRealities:** Virtual Reality Lösungen

Produkte/Dienstleistungen

Als internationale Agenturgruppe für Digitalisierung und Transformation vereint die Konzernobergesellschaft **SYZYGY AG** insgesamt sieben 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.

Das Ziel der SYZYGY AG ist es Menschen und Markt zusammenzubringen, Strukturen und Organisationen zu digitalisieren sowie Produkte, Services und Geschäftsmodelle zu entwickeln. Gemäß dieser Dreiteilung lässt sich das Angebot der Gesellschaft folgendermaßen zusammenfassen:

Brand & Customer Experiences in Marketing & Sales	Prozesse, technische Infrastrukturen, Methoden und Teams	Innovation & Business Design
<p>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.</p>	<p>Digitalisierung und Anpassung von Prozessen, technische Infrastruktur und Methoden, um bestmögliche digitale Erlebnisse für alle Anwender zu ermöglichen.</p> <p>Enablement der Mitarbeitenden und Etablierung von agilen, flexiblen und kollaborativen Zusammenarbeitsmodellen.</p>	<p>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.</p>

Referenzkunden (Auswahl)

Die Dienstleistungen und Produkte der SYZYGY GROUP werden von einem namhaften, branchenübergreifenden 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. Darüber hinaus deckt die Gesellschaft auch die Strategieberatung der Unternehmen bei der digitalen Transformation ab. Insofern liefern die auf den digitalen Werbeausgaben beschränkten Marktdaten nur eine Aussage zu einem Teilaspekt des SYZYGY-Produktspektrums ab. Denn die Gesellschaft profitiert insgesamt von allen Teilaspekten der zunehmenden Digitalisierung.

Digitale Werbeausgaben

Insgesamt hat die Digitalisierung einen spürbaren Wachstumsschub durch die Corona-Pandemie bekommen. Sichtbar wird dies unter anderem anhand der digitalen Werbeausgaben. Gemäß Daten des Online-Vermarkterkreises (OVK) ist der digitale Display-Werbemarkt in Deutschland in 2021 um mehr als eine Milliarde Euro auf 5,1 Mrd. € (VJ: 4,1 Mrd. €) und damit um nahezu 25 % gewachsen. Bereits in 2020, also im ersten Pandemiejahr, lag ein dynamischer Anstieg der digitalen Werbeausgaben um 12,9 % vor. Der Katalysator-Effekt der Pandemie sollte zwar für die künftige Entwicklung etwas nachlassen, aufgrund der in der Pandemie erfolgten digitalen Transformation liegt eine höhere Ausgabebasis vor. Für das laufende Jahr wird mit weiter steigenden Ausgaben in Höhe von 11,8 % auf 5,7 Mrd. € gerechnet.

Umsätze digitale Displaywerbung in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: OVK; GBC AG

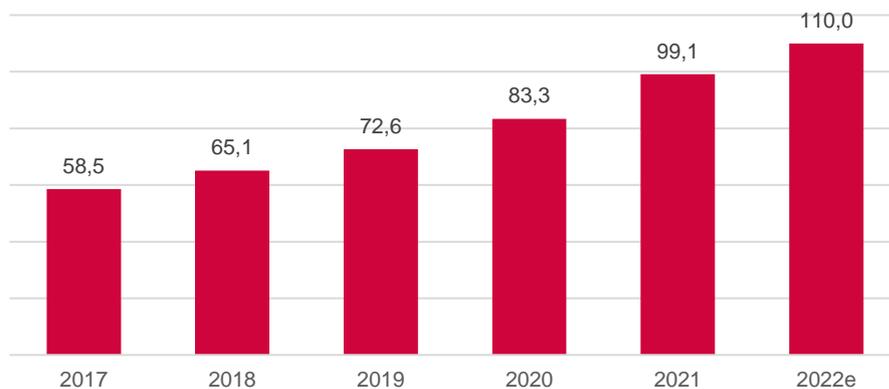
Zwar liegen für Großbritannien, dem zweiten wichtigen Markt der Syzygy AG, noch keine Daten für 2021 vor, die unterjährigen Tendenzen sind aber vergleichbar mit Deutschland. Nachdem in 2020 der digitale Werbemarkt in UK um rund 5 % gewachsen ist, lag die Wachstumsrate im ersten Halbjahr 2021 bei fast 50 % (Quelle: IAB UK).

Entwicklung Onlinehandel

Mit dem 360 Grad Produktansatz bietet die SYZYGY auch Technologie-Lösungen rund um die digitale Plattform der Kunden an, wodurch beispielsweise auch Anwendungen für den Bereich E-Commerce abgedeckt sind. Analog zur Entwicklung der digitalen Ausgaben hatte auch der E-Commerce-Bereich von einer pandemiebedingten Sonderkonjunktur profitiert und eine hohe Wachstumsdynamik erreicht. Gemäß Daten des E-Commerce Bundesverbandes (bevh) ist der Bruttoumsatz mit Waren im E-Commerce in 2021 um 19,0 % auf 99,1 Mrd. € stark angestiegen. Im ersten Pandemiejahr 2020 wurde

ein Umsatzanstieg in Höhe von 14,6 % verzeichnet. Für das laufende Jahr wird mit einem Wachstum in Höhe von 12,0 % auf dann 110 Mrd. € eine immer noch hohe Dynamik unterstellt. E-Commerce ist mittlerweile zu einem etablierten Handelskanal avanciert. Bereinigt um Lebensmittel-Einkäufe wird mittlerweile jeder fünfte Euro über diesen Kanal umgesetzt.

Bruttoumsätze im E-Commerce (in Mrd. €)



Quelle: bevh; GBC AG

Unternehmen können es sich nicht leisten, E-Commerce außen vor zu lassen. Daher dürfte die Nachfrage nach Plattform-Lösungen, wie diese von der SYZYGY angeboten werden, weiterhin hoch bleiben. Darüber hinaus dürfte SYZYGY auch über den Beratungsbereich, im Rahmen dessen eine Strategieberatung im Umfeld der digitalen Transformation stattfindet, hiervon profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	55,52	60,12	66,50	73,15	78,27
Einstandskosten	-39,03	-41,18	-46,05	-50,84	-54,40
Nettoergebnis	16,49	18,95	20,45	22,31	23,87
Vertriebs- und Marketingkosten	-4,31	-4,22	-4,95	-5,18	-5,45
Allgemeine Verwaltungskosten	-10,42	-10,66	-10,95	-11,62	-12,21
sonstige betriebliche Erträge	2,24	2,31	2,40	2,35	2,30
EBIT	4,00	6,38	6,95	7,86	8,52
Finanzerträge	0,43	0,08	0,12	0,12	0,12
Finanzaufwand	-1,13	-1,07	-1,00	-1,00	-1,00
EBT	3,30	5,39	6,07	6,98	7,64
Steuern	-1,22	-1,26	-1,70	-2,09	-2,29
Nachsteuerergebnis	2,08	4,13	4,37	4,88	5,35
Minderheitenanteile	-0,02	-0,11	-0,03	-0,02	-0,02
Jahresüberschuss	2,06	4,02	4,34	4,86	5,33
EBITDA	9,65	14,57	12,70	13,51	13,92
in % der Umsatzerlöse	17,4%	24,2%	19,1%	18,5%	17,8%
EBIT	4,00	6,38	6,95	7,86	8,52
in % der Umsatzerlöse	7,2%	10,6%	10,4%	10,7%	10,9%
Ergebnis je Aktie in €	0,15	0,30	0,32	0,36	0,39
Dividende je Aktie in €	0,15	0,20	0,25	0,30	0,30

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2021

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	65,82	64,24	55,52	60,12
davon Segment Deutschland	46,57	49,67	45,53	48,09
davon Segment International	21,66	16,16	11,46	13,29
EBIT	6,07	5,50	4,00	6,38
EBIT-Marge	9,2%	8,6%	7,2%	10,6%
Finanzergebnis	0,47	-0,30	-0,70	-0,99
Jahresüberschuss*	4,89	3,54	2,08	4,02

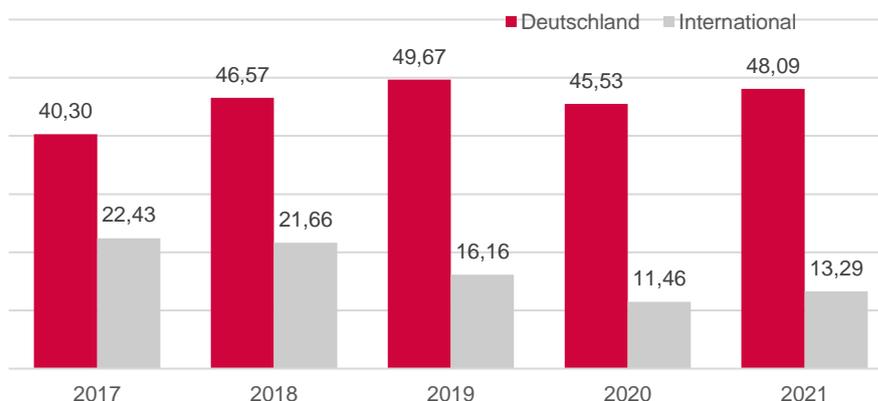
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; *vor Minderheiten

Umsatzentwicklung 2021

Wie nach der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen bereits bekannt war, hat die SYZYGY ein erfolgreiches Geschäftsjahr hinter sich gebracht. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 8,3 % auf 60,12 Mio. € (VJ: 55,52 Mio. €) wurde dabei ein Teil des vorhergehenden pandemiebedingten Umsatzrückgangs aufgeholt. Dabei wurde das angestrebte Umsatzwachstum in Höhe von 10 % nur leicht verfehlt. Auch unsere Prognose, die bislang von Umsatzerlösen in Höhe von 61,07 Mio. € ausgegangen war, lag nur leicht oberhalb des erreichten Wertes. Auch wenn die Gesellschaft mit ihrem Produkt- und Dienstleistungsangebot dazu prädestiniert ist, von der branchenübergreifenden Digitalisierung zu profitieren, sind noch pandemiebedingte Auswirkungen erkennbar.

Mit einem Anstieg in Höhe von 15,9 % auf 13,29 Mio. € (VJ: 11,46 Mio. €) weisen die im Ausland erzielten Umsätze eine besonders hohe Dynamik auf. Auf der einen Seite machte sich hier die vollzogene Neuausrichtung in UK, im Rahmen dessen eine Konzentration auf die Bereiche Strategie, Daten und digitales Marketing erfolgt ist, bemerkbar. Zudem wurden die Gesellschaften in UK und New York unter ein gemeinsames Management gestellt, mit der Folge deutlich effizienterer Management Strukturen und geringeren allgemeinen Kosten. Auch die in Polen tätige Gesellschaft verzeichnete auf Basis von Neukundengewinnen ein starkes Umsatzwachstum.

Umsatzaufteilung nach Regionen (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

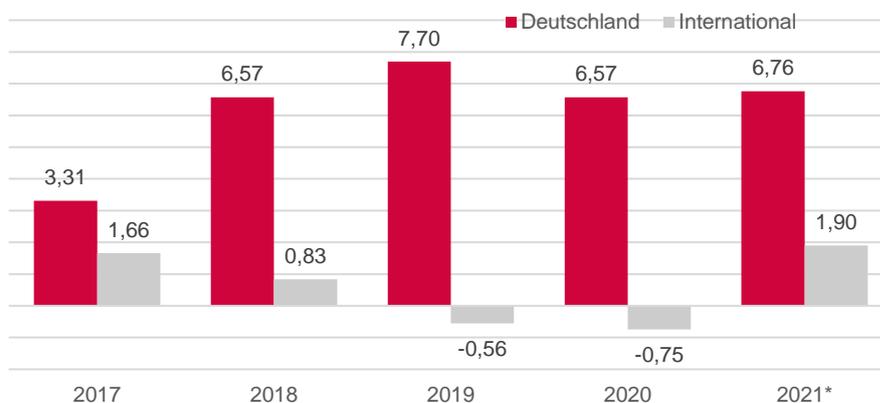
Parallel dazu legten die in Deutschland erwirtschafteten Umsätze um 5,6 % auf 48,09 Mio. € (VJ: 45,53 Mio. €) von einem höheren Niveau ausgehend weniger dynamisch zu. Auch hier verzeichnete die Gesellschaft signifikante Neukundengewinne sowie einen Ausbau des Bestandskundengeschäftes. Nach Unternehmensangaben wären hier noch

höhere Umsätze möglich gewesen, sofern der Personalaufbau schneller hätte realisiert werden können.

Ergebnisentwicklung 2021

Auch wenn auf der Umsatzseite das Vor-Corona-Niveau noch nicht erreicht worden ist, mit einem Anstieg des EBIT um 59,5 % auf 6,38 Mio. € (VJ: 4,00 Mio. €) wurde auf Ergebnisseite der höchste Wert der Unternehmensgeschichte ausgewiesen. Der überproportionale Ergebnisanstieg ist in erster Linie der Rückkehr der ausländischen Tochtergesellschaften in die Gewinnzone zu verdanken. Der Abschluss der Restrukturierungen in UK und in den USA hatte hier zu einem Turn-Around und damit zu einer deutlichen Absenkung der Break-Even-Schwelle geführt. Folglich legte das EBIT der ausländischen Gesellschaften, nachdem zwei Jahre in Folge ein jeweils negatives Ergebnis ausgewiesen wurde, auf 1,90 Mio. € (VJ: -0,75 Mio. €) zu.

Segmentsaufteilung EBIT (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; *EBIT für Deutschland um Goodwill-Abschreibungen bereinigt

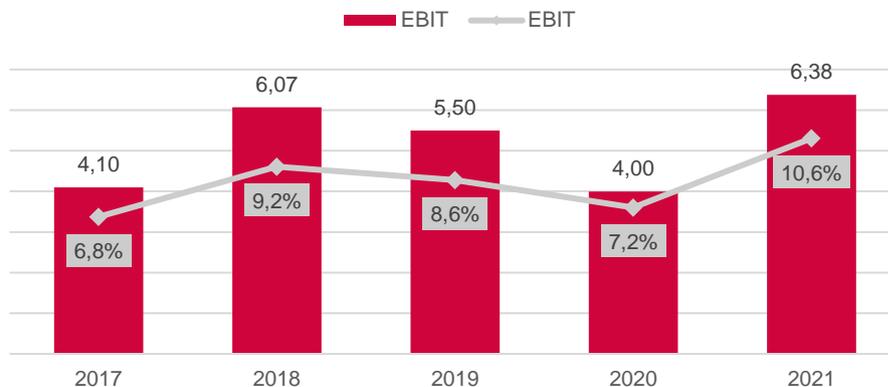
Das EBIT der deutschen Gesellschaften lag mit einer EBIT-Marge in Höhe von 14,1 % (VJ: 14,4 %) auf einem gewohnt hohen Niveau und legte um 2,9 % auf 6,76 Mio. € (VJ: 6,57 Mio. €) zu. Dieser Wert ist allerdings um die in 2021 bei der Tochtergesellschaft different notwendig gewordenen Goodwill-Abschreibung in Höhe von 2,84 Mio. € bereinigt.

Mit Blick auf die operativen Kosten des SYZYGY-Konzerns werden die im Rahmen der Corona-Pandemie umgesetzten Kosteneinsparungen sowie der Erfolg der Restrukturierungsmaßnahmen bei den ausländischen Gesellschaften deutlich sichtbar. Eine im Vergleich zum Umsatz unterproportionale Entwicklung weisen dabei sowohl die direkt mit dem Umsatz in Verbindung stehenden Einstandskosten (+5,5 %) als auch die Vertriebs- und Marketingkosten (-2,2 %) sowie die Verwaltungskosten (+2,3 %) auf.

Die notwendig gewordene Goodwill-Abschreibung bei der Beratungsgesellschaft different in Höhe von 2,84 Mio. € hatte sich außerordentlich ergebnisbelastend ausgewirkt. Unserem Verständnis nach hängt diese Abschreibung mit der nach wie vor unter den Erwartungen liegenden Entwicklung des Beratungsgeschäfts zusammen, was zudem eine Anpassung der Prognosen nach sich gezogen hat. Allerdings hat sich auch der ausstehende Earn-Out in Höhe von 3,00 Mio. € ergebniserhöhend reduziert, so dass sich aus diesem Vorgang in Summe ein positiver Ergebniseffekt in Höhe von 0,16 Mio. € ergibt. Demnach wurde das EBIT nur unwesentlich positiv beeinflusst.

Mit dem erreichten EBIT und der korrespondierenden EBIT-Marge in Höhe von 10,6 % (VJ: 7,2 %) wurde sowohl die Unternehmens-Guidance (EBIT-Marge im hohen einstelligen Bereich) als auch unsere Prognose (GBC-Prognose: 6,27 Mio. €) übertroffen:

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



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Analog zum starken operativen Ergebnisanstieg weist die SYZYGY einen ebenfalls überproportionalen Anstieg beim Nachsteuerergebnis auf 4,02 Mio. € (VJ: 2,06 Mio. €) auf. Wie auch schon in den Vorjahren, lag das Finanzergebnis mit -0,99 Mio. € (VJ: -0,70 Mio. €) im negativen Bereich. Maßgeblich dazu tragen die Zinsaufwendungen aus der Bilanzierung von Leasingverträgen nach IFRS 16 bei, die in 2021 bei 0,60 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €) lagen. Auf der anderen Seite ist der Bestand der zinsgenerierenden Wertpapiere in den vergangenen Geschäftsjahren, nach mehreren erfolgten Akquisitionen, deutlich zurückgegangen.

Ein weiterer Aspekt des überdurchschnittlich starken Anstieges des Nachsteuerergebnisses ist der Rückgang der Steuerquote auf 23,4 % (VJ: 36,9 %). Auf der einen Seite konnte bei der Tochtergesellschaft SYZYGY Performance Marketing ein Verlustvortrag in Höhe von 1,4 Mio. € in Anspruch genommen werden. Auf der anderen Seite ist der höhere Ergebnisbeitrag der ausländischen Gesellschaften, für die niedrigere Steuersätze als in Deutschland gelten, ebenfalls dafür verantwortlich. In den kommenden Geschäftsjahren ist mit einem Anstieg der Steuerquote zu rechnen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

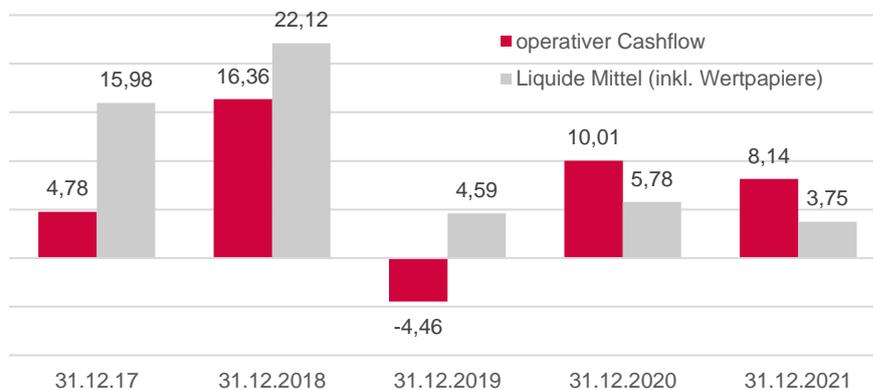
in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	54,00	52,94	53,59	56,25
EK-Quote (in %)	49,3%	44,3%	47,6%	49,6%
Goodwill	58,12	58,44	57,35	55,02
Operatives Anlagevermögen	6,93	31,91	30,70	29,67
davon aus IFRS 16	-	20,70	23,62	22,20
Working Capital	-17,03	-6,68	-10,28	-9,73
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	22,12	4,59	5,78	3,75
Cashflow - operativ	16,36	-4,46	10,01	8,14
Cashflow - Investition	-4,95	3,77	-3,56	-4,51
Cashflow - Finanzierung	-6,96	-10,27	-1,94	-7,09

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Gegenüber dem Bilanzstichtag zum Geschäftsjahresende 2020 weist die Finanz- und Vermögenslage der SYZYGY AG auch zum 31.12.2021 nur geringfügige Veränderungen auf. Das Eigenkapital in Höhe von 56,25 Mio. € (31.12.20: 53,59 Mio. €) kletterte aufgrund des deutlich positiven Nachsteuerergebnisses, dem eine Dividendenausschüttung in Höhe von 2,11 Mio. € gegenüber steht, leicht an. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich, aufgrund der nur leicht erhöhten Bilanzsumme, auf 49,6 % (31.12.20: 47,6 %). Wie auch schon im Vorjahr, entfällt der überwiegende Teil des Fremdkapitals auf langfristige Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit Leasingnutzungsrechten, die gemäß IFRS 16 seit 2019 bilanziell erfasst werden müssen und sich auf insgesamt 24,78 Mio. € (31.12.20: 25,92 Mio. €) belaufen. Vor IFRS 16-Anwendung hätte die SYZYGY AG eine EK-Quote in Höhe von 63,6 % ausgewiesen.

Die notwendig gewordene Goodwill-Abschreibung bei der Tochtergesellschaft different hatte auf der Aktivseite zu einem Rückgang der Geschäfts- und Firmenwerte auf 55,02 Mio. € (31.12.20: 57,35 Mio. €) geführt. Ebenfalls leicht rückläufig entwickelte sich der Bestand an Zahlungsmitteln und Wertpapieren auf insgesamt 3,75 Mio. € (31.12.20: 5,78 Mio. €). Zwar lag der operative Cashflow, aufgrund des guten operativen Ergebnisses sowie vor dem Hintergrund einer insgesamt konstanten Entwicklung des Nettoumlaufvermögens, mit 8,14 Mio. € (VJ: 10,01 Mio. €) auf einem hohen Niveau. Aufgrund der Investitionen in Sachanlagen und immaterielles Vermögen (-2,08 Mio. €), der Dividendenausschüttung (-2,11 Mio. €), der Rückzahlung von Krediten (-1,59 Mio. €) sowie der Tilgungszahlungen aus Leasing-Verpflichtungen (-3,38 Mio. €) weist die Gesellschaft einen leichten Rückgang der liquiden Mittel auf:

Operativer Cashflow und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	60,12	66,50	73,15	78,27
EBIT	6,38	6,95	7,86	8,52
EBIT-Marge	10,6%	10,5%	10,7%	10,9%
Jahresüberschuss	4,02	4,35	4,86	5,33

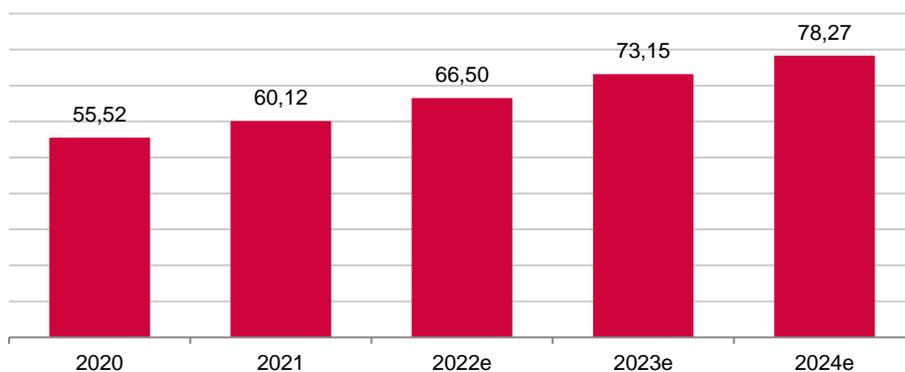
Quelle: GBC AG

Umsatzprognose 2022 - 2024

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hat das SYZYGY-Management die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr bestätigt. Auch wenn der aktuelle Krieg in der Ukraine oder der noch ungewisse Verlauf der Corona-Pandemie eine genaue Prognose nicht ermöglichen, geht der Vorstand für 2022 weiterhin von einem Umsatzwachstum in Höhe von 10 % aus und rechnet gleichzeitig mit einer EBIT-Marge in Höhe von 10 %. In absoluten Werten übersetzt bedeutet dies einen erwarteten Umsatzzanstieg auf rund 67 Mio. € und des EBIT auf rund 6,7 Mio. €.

Unserer Ansicht nach sollte das Umsatzwachstum sowohl von deutschen Gesellschaften als auch von den im Ausland tätigen Gesellschaften stammen. Bereits im vergangenen Geschäftsjahr hatte die Gesellschaft, mit der stärkeren Verzahnung der einzelnen Gesellschaften und damit des Produkt- und Service-Angebotes, Erfolge bei der Neukundengewinnung erzielt. Zu den gewonnenen Neukunden gehören beispielsweise das Bundespresseamt, die Frankfurter Buchmesse, Miles & More, Hymer, HILTI, Solarwatt, Rad Power Bikes (Seattle) oder iTaxi (Polen). Damit ist die Grundlage für ein erwartetes Umsatzwachstum für das laufende Geschäftsjahr gelegt. Darüber hinaus sollte schon alleine vor dem Hintergrund des in der Pandemie nochmals beschleunigten Digitalisierungstrends ein grundsätzlich positives Marktumfeld vorliegen. Mit dem umfassenden Produktangebot adressiert die SYZYGY AG nicht nur die klassische digitale Werbebranche. Zum Angebotsspektrum gehören auch Enterprise- IT-Lösungen, die Beratung und Umsetzung der digitalen Transformation oder die Strategie und Businessdesign-Beratung. Mit dem 360 Grad-Ansatz, der in dieser Form von anderen Unternehmen nicht angeboten wird, sollten sich demnach Marktanteilsgewinne erreichen lassen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

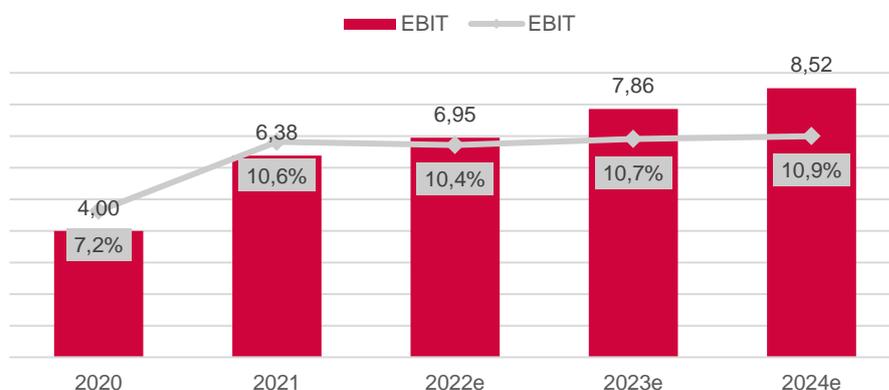
Auch im Rahmen dieser Studie orientieren wir uns für das laufende Geschäftsjahr an der Unternehmens-Guidance und kalkulieren mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 10 % auf 66,50 Mio. €. Dabei sollte die Gesellschaft einerseits von dem neu hinzugekomme-

nen Neukundengeschäft profitieren sowie in der Lage sein, weitere Kunden gewinnen zu können. Nach Unternehmensaussage liegt der Fokus der diesjährigen Geschäftsentwicklung auf der weiteren Gewinnung von Neukunden und damit auf dem Erreichen der Umsatzziele. Folglich dürfte auch für die Geschäftsentwicklung des kommenden Geschäftsjahres 2023 die Basis für weiter steigende Umsätze vorliegen, weswegen wir mit einer gleichbleibenden Wachstumsdynamik von 10 % auf dann 73,15 Mio. € rechnen. Im darauffolgenden Geschäftsjahr 2024 unterstellen wir einen leichten Rückgang der Wachstumsdynamik auf dann 7,0 % und rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 78,27 Mio. €.

Ergebnisprognose 2022 – 2024

Bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr stand der Aufbau von Personal im Vordergrund. Die Bemühungen um neue Mitarbeiter dürften auch im laufenden Geschäftsjahr anhalten. Da bei neuen Mitarbeitern erst mit einer Anlaufphase gerechnet werden muss, dürfte ein Teil des Umsatzwachstums weiterhin mit einem erhöhten Freelancer-Einsatz realisiert werden. Dies geht in der Regel mit erhöhten Aufwendungen einher. Darüber hinaus liegt der Fokus auf Umsatzwachstum, mit einem entsprechenden Ausbau der Marketing- und Vertriebskosten, so dass wir für das laufende Geschäftsjahr 2022 zunächst mit einem leichten Rückgang der EBIT-Marge auf 10,4 % (2021: 10,6 %) rechnen. Absolut gesehen sollte aber das EBIT auf 6,95 Mio. € (VJ: 6,38 Mio. €) ansteigen. Damit liegen wir leicht oberhalb der Unternehmens-Guidance, die eine EBIT-Marge in Höhe von rund 10 % in Aussicht stellt. Skaleneffekte sowie der Ersatz von Freelancern durch eigene Mitarbeiter sollten in den kommenden beiden Geschäftsjahren zu einer sukzessiven Rentabilitätssteigerung führen.

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



Quelle. GBC AG

Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer jeweils konstanten Entwicklung des Finanzergebnisses und gehen davon aus, bei einer Steuerquote von 28 - 30%, dass das Nachsteuerergebnis parallel zum EBIT ansteigen sollte. Damit ist die Grundlage vorhanden, um auch künftig steigende Dividenden auszuschütten. Auf der diesjährigen Hauptversammlung wird für das abgelaufene Geschäftsjahr 2021 eine Dividende in Höhe von 0,20 € vorgeschlagen. Für die kommenden beiden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem Anstieg um jeweils 0,05 € auf dann 0,25 bzw. 0,30 €. Somit ist Syzygy auch vor dem Hintergrund einer hohen Dividendenrendite sehr interessant.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 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 17,8 % (bisher: 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 1,16 (bisher: 1,15). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,64 % (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 6,64 % (bisher: 6,59 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 10,40 € (bisher: 10,25 €) ermittelt. Die leichte Kurszielsteigerung ist ausschließlich auf erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2024 in die Schätzperiode des Bewertungsmodells zurückzuführen. Mit dem höheren prognostizierten Umsatz- und Ergebnisniveau stellt das Geschäftsjahr 2024 eine höhere Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells dar, was sich leicht kurszielerhöhend ausgewirkt hat.

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	17,8%	ewige EBITA - Marge	11,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	19,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-4,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	66,50	73,15	78,27	81,40	84,66	88,04	91,57	95,23	
US Veränderung	10,6%	10,0%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,30	2,60	2,86	3,06	3,25	3,45	3,64	3,83	
EBITDA	12,70	13,51	13,92	14,47	15,05	15,66	16,28	16,93	
EBITDA-Marge	19,1%	18,5%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	
EBITA	6,95	7,86	8,52	9,07	9,80	10,52	11,24	11,97	
EBITA-Marge	10,4%	10,7%	10,9%	11,1%	11,6%	11,9%	12,3%	12,6%	11,5%
Steuern auf EBITA	-1,95	-2,36	-2,56	-2,72	-2,94	-3,16	-3,37	-3,59	
zu EBITA	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,00	5,50	5,96	6,35	6,86	7,36	7,87	8,38	
Kapitalrendite	25,1%	26,9%	27,6%	27,0%	30,3%	33,6%	37,0%	40,4%	38,6%
Working Capital (WC)	-8,50	-6,50	-3,80	-3,95	-4,11	-4,27	-4,45	-4,62	
WC zu Umsatz	-12,8%	-8,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	
Investitionen in WC	-1,23	-2,00	-2,70	0,15	0,16	0,16	0,17	0,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,92	28,10	27,36	26,62	26,02	25,55	25,16	24,86	
AFA auf OAV	-5,75	-5,65	-5,40	-5,40	-5,25	-5,14	-5,04	-4,97	
AFA zu OAV	19,9%	20,1%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	
Investiertes Kapital	20,42	21,60	23,56	22,66	21,91	21,27	20,72	20,23	
EBITDA	12,70	13,51	13,92	14,47	15,05	15,66	16,28	16,93	
Steuern auf EBITA	-1,95	-2,36	-2,56	-2,72	-2,94	-3,16	-3,37	-3,59	
Investitionen gesamt	-8,73	-6,83	-7,36	-4,51	-6,17	-4,50	-4,49	-4,48	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	
Investitionen in WC	-1,23	-2,00	-2,70	0,15	0,16	0,16	0,17	0,18	
Earm-Out-Zahlungen	-2,50	0,00	0,00	0,00	-1,67	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,02	4,32	4,00	7,24	5,94	8,00	8,42	8,86	159,82

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	137,24	142,02
Barwert expliziter FCFs	35,32	33,34
Barwert des Continuing Value	101,91	108,68
Nettoschulden (Net debt)	-3,41	-4,03
Wert des Eigenkapitals	140,64	146,05
Fremde Gewinnanteile	-0,29	-0,30
Wert des Aktienkapitals	140,35	145,75
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,40	10,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,16
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%
37,1%	12,71	11,23	10,09	9,17	8,43
37,9%	12,92	11,41	10,24	9,31	8,55
38,6%	13,13	11,59	10,40	9,44	8,67
39,4%	13,34	11,77	10,55	9,58	8,78
40,1%	13,55	11,95	10,71	9,71	8,90

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