



Researchstudie (Anno)

SYZYGY GROUP

SYZYGY GROUP

- **Starkes Umsatzwachstum erreicht, aber Ergebnis von Goodwill-AfA belastet –**
- **Dividendenrendite in Höhe von 4,0 % -**
- **Steigerung der Rentabilität erwartet -**

Kursziel: 9,35 €

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 12.04.2023 (16:46 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 13.04.2023 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

SYZYG GROUP*1,5a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 9,35 €
(bisher: 9,35 €)

aktueller Kurs: 5,50
11.04.23 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 74,25
EnterpriseValue³: 95,72
³ in Mio. / in Mio. EUR
Free Float: 34,8%

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

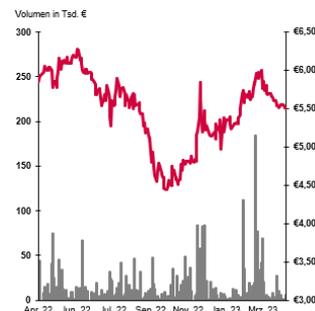
Mitarbeiter: 604 (31.12.2022)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Franziska von Lewinski, Erwin Greiner,
Frank Ladner

Die SYZYG 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 600 Expert:innen für Human Experiences, Consulting, Design, Technologie und Performance formt die SYZYG GROUP eine nachhaltige digitale Kultur, um das Heute und das Morgen positiv zu verändern und Marken und Unternehmen zu entwickeln. SYZYG 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 SYZYG AG im Prime Standard börsennotiert. Zur SYZYG GROUP gehören der Beratungs- und Umsetzungspartner für Transformation in Marketing und Vertrieb **SYZYG**, der Enterprise Technologie-Spezialist **SYZYG Techsolutions**, der Performance Marketing und Media-Spezialist **SYZYG Performance** und der VR-Spezialist **SYZYG Xrealities**. Zudem gehört die Strategie- und Business Design Beratung **different** und das Design Studio **Ars Thanea** zur SYZYG GROUP. Gemeinsam betreut die SYZYG GROUP Marken wie Bosch, BMW, Commerzbank, Consorsbank, Eucerin, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Mercedes-Benz, Miles & More, mobile.de, o2 Telefonica, PayPal, Porsche, Techniker Krankenkasse, Volkswagen.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	70,61	75,97	83,57	90,26
EBITDA	11,55	12,90	14,00	15,14
EBIT	-5,21	7,60	8,75	9,94
Jahresüberschuss	-7,50	4,80	5,53	6,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,56	0,36	0,41	0,47
Dividende je Aktie	0,22	0,24	0,26	0,28

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,36	1,26	1,15	1,06
EV/EBITDA	8,28	7,42	6,84	6,32
EV/EBIT	neg.	12,59	10,94	9,63
KGV	neg.	15,45	13,43	11,71
KBV	1,65			

Finanztermine

28.04.23: Q1-Bericht 2023
03.05.23: MKK
11.07.23: Hauptversammlung
28.07.23: Halbjahresbericht 2023
01.11.23: 9-Monatsbericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.02.2023: RS / 9,35 / KAUFEN
07.11.2022: RS / 9,35 / KAUFEN
11.08.2022: RS / 9,50 / KAUFEN
06.05.2022: RS / 10,40 / 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 der im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 erreichten hohen Umsatzdynamik in Höhe von 17,4 % auf 70,61 Mio. € (VJ: 60,12 Mio. €) hat die SYZYGY GROUP die Corona-bedingte Delle der vergangenen beiden Geschäftsjahre kompensieren können. Dabei wurde die Anfang 2022 ausgegebene Guidance, wonach ein Umsatzwachstum in Höhe von 10 % erwartet wurde, deutlich übererfüllt. Mit Blick auf die regionale Umsatzaufteilung wird sichtbar, dass die erreichte Wachstumsdynamik sowohl von den inländischen als auch von den ausländischen Gesellschaften getragen wurde. Während die Umsätze der deutschen Gesellschaften um 14,3 % auf 54,96 Mio. € (VJ: 48,09 Mio. €) angestiegen sind, erhöhten sich die Umsätze im Ausland um 19,3 % auf 15,85 Mio. € (VJ: 13,29 Mio. €).
- Dem hohen Umsatzanstieg steht beim bereinigten EBIT jedoch ein Rückgang in Höhe von -2,6 % auf 6,21 Mio. € (VJ: 6,38 Mio. €) und damit der EBIT-Marge auf 8,8 % (VJ: 10,6 %) gegenüber. Der Rentabilitätsrückgang ist als eine Folge des starken Umsatzwachstums zu verstehen. Denn die Umsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses muss sowohl personell als auch organisatorisch unterstützt werden, was in der Regel zunächst mit überproportionalen Kostensteigerungen einhergeht. Einerseits wurde die Anzahl der Mitarbeiter um 69 auf 604 (VJ: 535) stark ausgebaut und andererseits musste die Gesellschaft verstärkt auf den Einsatz von Freelancern zurückgreifen. Dies hatte zu einem Anstieg der Einstandskosten der erbrachten Leistungen in Höhe von 29,9 % auf 53,49 Mio. € (VJ: 41,18 Mio. €) geführt.
- Im unbereinigten EBIT sind allerdings auch im erheblichen Umfang Abschreibungen auf Firmenwerte in Höhe von 11,41 Mio. € enthalten. Diese waren angesichts des gestiegenen Zinsniveaus notwendig geworden, wodurch die Diskontierungssätze ebenfalls angehoben wurden. Mit Berücksichtigung dieses Sondereffektes lagen sowohl das EBIT mit -5,20 Mio. € (VJ: 6,38 Mio. €) als auch das Nachsteuerergebnis mit -7,50 Mio. € (VJ: 4,02 Mio. €) im negativen Bereich. Hierbei handelt es sich aber nicht um einen liquiditätswirksamen Effekt, was anhand des erreichten hohen operativen Cashflows in Höhe von 12,56 Mio. € (VJ: 8,14 Mio. €) ersichtlich wird.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2023 fokussiert sich das SYZYGY-Management auf die Steigerung der Rentabilität. Bei einem erwarteten Umsatzanstieg in Höhe von 6 % bis 8 % wird eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 9 % bis 10 % in Aussicht gestellt. Offensichtlich soll das laufende Geschäftsjahr zum „Verdauen“ des erreichten Geschäftsniveaus genutzt werden, was mit dem Nachziehen der personellen und organisatorischen Strukturen einhergeht. Bereits mit der Reduktion des Freelancer-Einsatzes könnte zeitnah eine Margenverbesserung erreicht werden.
- Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 7,6 % auf 75,97 Mio. €, bevor in den kommenden Geschäftsjahren eine leichte Beschleunigung des Wachstums in Höhe von 10,0 % auf 83,57 Mio. € (2024e) bzw. in Höhe von 8,0 % auf 90,26 Mio. € (2025e) erfolgen soll. Unsere EBIT-Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 geht mit 7,60 Mio. € mit einer EBIT-Marge in Höhe von 10,0 % einher und damit orientieren wir uns an die obere Prognosebandbreite. In den kommenden Geschäftsjahren sollte das erreichte zweistellige Margenniveau weiter leicht ausgebaut werden.
- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 9,35 € ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

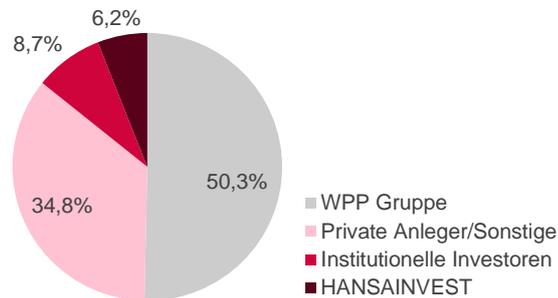
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte/Dienstleistungen	4
Referenzkunden (Auswahl).....	5
Markt und Marktumfeld	6
Digitale Werbeausgaben	6
Entwicklung Onlinehandel	7
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2022	9
Umsatzentwicklung 2022	9
Ergebnisentwicklung 2022	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Bewertung	13
Umsatzprognose 2023 - 2025.....	13
Ergebnisprognose 2023 – 2025.....	14
Bewertung.....	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

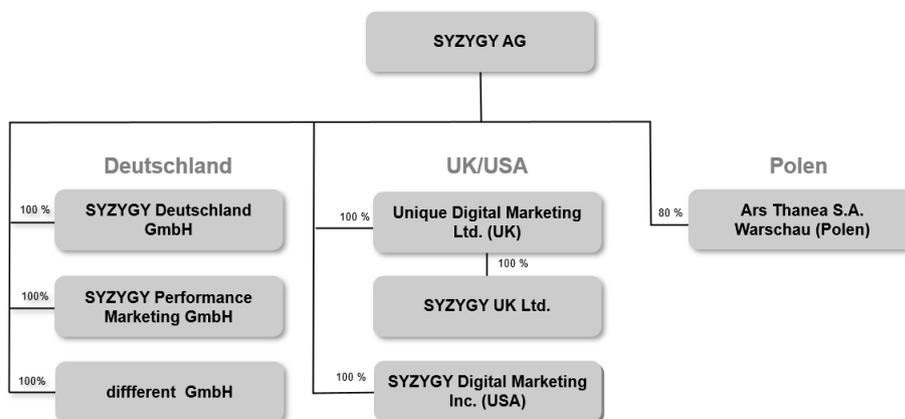
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Private Anleger / Sonstige	34,8%
HANSAINVEST	6,2%
Institutionelle Anleger	8,7%

Quelle: SYZYG GROUP; GBC AG; Stand: 12.04.23



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYG GROUP; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die SYZYG GROUP die ausstehenden Anteile in Höhe von 22,5 % an der different GmbH erworben und damit die Beteiligungsquote auf 100 % ausgebaut.

In der aktuellen Struktur ist die Kompetenzaufteilung folgendermaßen aufgeteilt:

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

Produkte/Dienstleistungen

Als internationale Agenturgruppe für Digitalisierung und Transformation vereint die Konzernobergesellschaft **SYZYG GROUP** insgesamt sieben operativ tätige Tochtergesellschaften, womit eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet ist. Entsprechend der Segmentaufteilung der SYZYG-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „Großbritannien & USA“ sowie „Polen“ unterteilt.

Das Ziel der SYZYG GROUP ist es Menschen und Markt zusammenzubringen, Strukturen und Organisationen zu digitalisieren sowie Produkte, Services und Geschäftsmodelle

delle 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 namhaften, branchenübergreifenden Marken in Anspruch genommen:



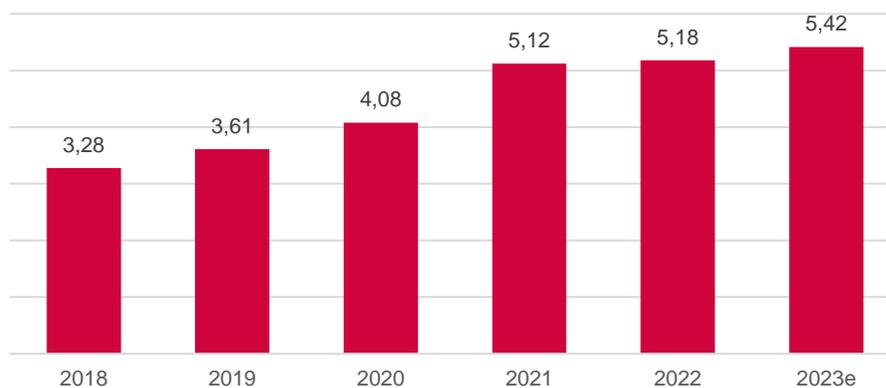
MARKT UND MARKTUMFELD

Die Bandbreite an Produkten und das breit ausgerichtete Dienstleistungsspektrum der SYZYGY GROUP umfasst neben den „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. Zudem bietet die Gesellschaft IT-Lösungen, Design-Lösungen und Virtual Reality-Lösungen an. 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

Die Daten des Online-Vermarkterkreises (OVK) liefern ein Bild zum SYZYGY-Teilaspekt Onlinemarketing ab. Die grundsätzliche Verlagerung des Alltags in den digitalen Bereich, welche durch die Corona-Pandemie noch weiter verstärkt wurde, erweist sich als nachhaltig. Im Sinne von „Follow the customer“ haben sich die Werbebudgets auch verstärkt in die digitalen Bereiche verschoben, was beispielsweise im Jahr 2021 zu einem starken Wachstum der digitalen Displayausgaben um nahezu 25 % geführt hatte. Im abgelaufenen Kalenderjahr 2022 wurde zwar nach OVK-Angaben die außerordentliche Dynamik des Jahres 2021 nicht erreicht, trotzdem lagen die digitalen Werbeausgaben mit 5,18 Mrd. € um 1,1 % über dem Vorjahreswert und markierten dabei einen neuen Höchstwert. Dabei hielten sich die Auswirkungen des Ukraine-Krieges in Grenzen, lediglich die Ausgaben im vierten Quartal 2022 lagen unter den Erwartungen. Auf den aktuellen Konjunktur- und Einkommenserwartungen gestützt sowie unter der Annahme einer Normalisierung bei den Energiepreisen, bei der Inflation und bei den Lieferketten wird für 2023 mit einem Wachstum des Onlinewerbemarktes um 4,6 % auf 5,4 Mrd. € gerechnet.

Umsätze digitale Displaywerbung in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: OVK; GBC AG

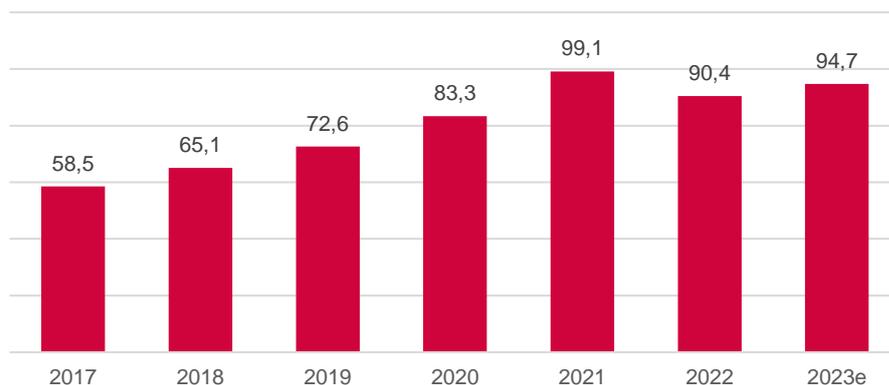
Für Großbritannien, dem zweiten wichtigen Markt der SYZYGY, liegen derzeit lediglich Daten bis September 2022 vor. Diese reichen aber aus, um zu zeigen, dass auch in Großbritannien der digitale Werbemarkt im Vergleich zu offline-Werbung deutlich stärker wächst. Online-Display-Werbung erhöhte sich beispielsweise im dritten Quartal 2022 um 6,3 % gegenüber der Vorjahresperiode. Für das Gesamtjahr 2022 wird mit einem Wachstum von 7,4 % und für 2023 von 5,4 % gerechnet.

Entwicklung Onlinehandel

Mit dem 360 Grad Produktansatz bietet die SYZYGY GROUP auch Technologie-Lösungen rund um die digitale Plattform der Kunden an, wodurch beispielsweise auch Anwendungen für den Bereich E-Commerce abgedeckt sind. Auch der E-Commerce-Bereich war im Zuge der Verschiebung ins Digitale in den vergangenen Jahren von hohen Wachstumsraten geprägt. Seit Beginn der Corona-Pandemie setzte zusätzlich dazu eine Sonderkonjunktur ein, wodurch in den Jahren 2020 und 2021 mit einem Plus der Waren-Bruttoumsätze im E-Commerce von 14,7 % und 19,0 % eine Steigerung der Dynamik erreicht wurde. Gemäß Daten des E-Commerce Bundesverbandes (bevh) kam es jedoch in 2022 zu einem Rückgang der Warenumsätze um -8,8 % auf 90,4 Mrd. € (VJ: 99,1 Mrd. €). Begründet wird diese Entwicklung durch eine merkliche Kaufzurückhaltung, in einem aktuell herausfordernden, von Unsicherheiten und einer hohen Inflation geprägten Umfeld. Verglichen mit dem Vor-Corona-Jahr 2019 liegen aber die E-Commerce-Umsätze um rund 25 % höher, was ein Beleg für den langfristigen Wachstumstrend dieser Branche ist.

Der Branchenverband rechnet für das laufende Jahr 2023 mit einem Wachstum in Höhe von 4,8 %. Belegt wird dies durch ein positives Verbraucher-Sentiment einerseits sowie andererseits von der Tatsache, dass Kunden in der Regel dem digitalen Einkaufsweg treu bleiben.

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 GROUP angeboten werden, weiterhin hoch bleiben. Darüber hinaus dürfte SYZYGY GROUP 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 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	60,12	70,61	75,97	83,57	90,26
Einstandskosten	-41,18	-53,49	-55,61	-61,09	-65,89
Nettoergebnis	18,95	17,12	20,36	22,48	24,37
Vertriebs- und Marketingkosten	-4,22	-4,39	-4,71	-5,18	-5,51
Allgemeine Verwaltungskosten	-10,66	-9,76	-10,35	-10,90	-11,33
sonstige betriebliche Erträge	2,31	-8,17	2,30	2,35	2,40
EBIT	6,38	-5,21	7,60	8,75	9,94
Finanzerträge	0,08	0,19	0,19	0,18	0,15
Finanzaufwand	-1,07	-1,04	-0,90	-1,00	-1,00
EBT	5,39	-6,05	6,89	7,93	9,09
Steuern	-1,26	-1,33	-2,07	-2,38	-2,73
Nachsteuerergebnis	4,13	-7,38	4,82	5,55	6,36
Minderheitenanteile	-0,11	-0,12	-0,02	-0,02	-0,02
Jahresüberschuss	4,02	-7,50	4,80	5,53	6,34
EBITDA	14,57	11,55	12,90	14,00	15,14
in % der Umsatzerlöse	24,2%	16,4%	17,0%	16,8%	16,8%
EBIT	6,38	-5,21	7,60	8,75	9,94
in % der Umsatzerlöse	10,6%	-7,4%	10,0%	10,5%	11,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,30	-0,56	0,36	0,41	0,47
Dividende je Aktie in €	0,20	0,22	0,24	0,26	0,28

Quelle: GROUP; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2022

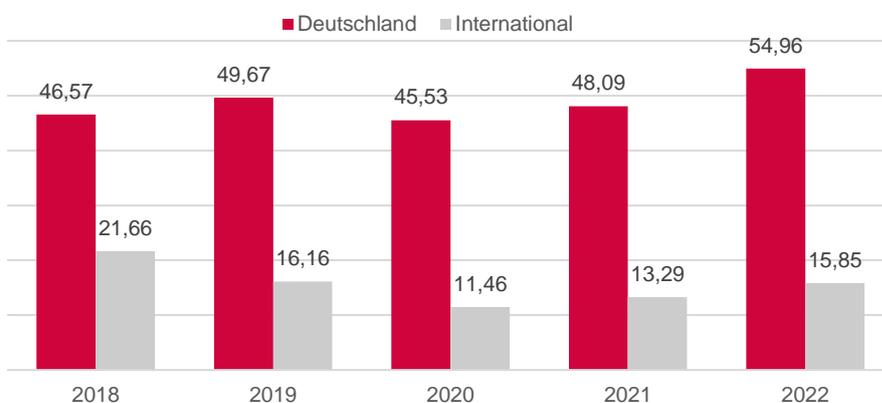
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse	64,24	55,52	60,12	70,61
davon in Deutschland	49,67	45,53	48,09	54,96
davon im Ausland	16,16	11,46	13,29	15,85
EBIT	5,50	4,00	6,38	-5,21
EBIT-Marge	8,6%	7,2%	10,6%	-7,4%
EBIT (vor Goodwill-Afa)	5,50	4,00	6,38	6,21
EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)	8,6%	7,2%	10,6%	8,8%
Jahresüberschuss*	3,47	2,06	4,02	-7,50

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG; *nach Minderheiten

Umsatzentwicklung 2022

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2022 wurden die Ende Januar 2023 veröffentlichten vorläufigen Zahlen bestätigt. Wie bereits bekannt, hat die SYZYGY GROUP mit Umsatzerlösen in Höhe von 70,61 Mio. € (VJ: 60,12 Mio. €), woraus sich ein hohes Umsatzwachstum von 17,4 % ergibt, einen neuen historischen Bestwert erreicht. Damit wurde die im Vorjahres-Geschäftsbericht ausgegebene Unternehmens-Guidance, die ein Umsatzwachstum in Höhe von 10 % in Aussicht gestellt hatte, deutlich übertroffen. Selbst die zuletzt im Rahmen der 9-Monatszahlen angehobene Guidance (erwartetes Umsatzwachstum: 15 %) wurde übertroffen. Gleichzeitig wurde die pandemiebedingte Umsatzdelle der Geschäftsjahre 2020 und 2021 wieder ausgeglichen und die Gesellschaft ist auf den Wachstumspfad zurückgekehrt.

Umsatzaufteilung nach Regionen (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Mit Blick auf die regionale Umsatzaufteilung zeigt sich, dass das erwirtschaftete Umsatzwachstum sowohl von den inländischen als auch von den ausländischen Gesellschaften getragen wurde. Die deutschen Gesellschaften profitierten insbesondere von einer starken Entwicklung im Design & Build-Bereich und beschleunigten so das Umsatzwachstum, welches auf 14,3 % (VJ: 5,6 %) deutlich ausgebaut wurde. Hierzu haben sowohl ein Ausbau des Geschäftes mit Bestandskunden als auch das Neukunden-Geschäft beigetragen. Besonders nachgefragt waren dabei Leistungen für die Entwicklung neuer Geschäftsmodelle sowie allgemein Dienstleistungen rund um die Digitalisierung und das Betreiben digitaler Services. Trotz der vielfältigen Krisen des vergangenen Geschäftsjahres hatte sich demnach der Digitalisierungstrend fortgesetzt.

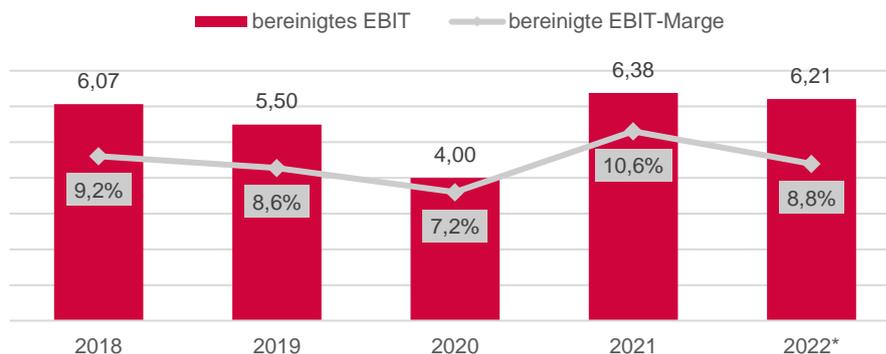
Bei den im Ausland tätigen Gesellschaften konnte die hohe Wachstumsdynamik des Vorjahres mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 19,3 % (VJ: 15,9 %) fortgesetzt werden.

Mit der Veröffentlichung des aktuellen Geschäftsberichtes wurde die Segmentierung der ausländischen Gesellschaften umgestellt. Da das USA-Geschäft aus UK heraus geleitet wird, werden die in UK und in den USA erwirtschafteten Umsätze zusammengefasst. Gegenüber dem Vorjahr legten diese um 16,2 % auf 9,90 Mio. € (VJ: 8,52 Mio. €) zu. Offensichtlich tragen die in 2020 in den USA und in UK ergriffenen Restrukturierungsmaßnahmen Früchte. Damals wurden beide Standorte unter eine Leitung gestellt, was eine effizientere Kundenansprache bei allgemein geringeren Kosten ermöglicht hat. Parallel dazu entwickelten sich die Umsätze der polnischen Gesellschaft Ars Thanea besonders dynamisch, die nun als eigenständiges Segment (Polen) dargestellt wird. Aufgrund der hohen Nachfrage nach CGI-Leistungen legten hier die Umsätze um 24,8 % auf 5,95 Mio. € (VJ: 4,77 Mio. €) stark zu.

Ergebnisentwicklung 2022

Im Verhältnis zum Umsatzanstieg in Höhe von 17,4 % weist die SYZYGY, mit einem Rückgang des bereinigten EBIT in Höhe von -2,6 % auf 6,21 Mio. € (VJ: 6,38 Mio. €), eine unterproportionale Ergebnisentwicklung auf. Die Marge des um Goodwill-Afa bereinigten EBIT in Höhe von 8,8 % liegt unterhalb der zu Beginn des abgelaufenen Geschäftsjahres publizierten Guidance, in der eine EBIT-Marge in Höhe von 10 % in Aussicht gestellt wurde. Zuletzt wurde die Guidance jedoch auf eine EBIT-Bandbreite von 8 % bis 10 % angepasst.

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



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Der EBIT-Rückgang ist als eine Folge des starken Umsatzwachstums zu verstehen. Denn die Umsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses muss sowohl personell als auch organisatorisch unterstützt werden, was in der Regel zunächst mit überproportionalen Kostensteigerungen einhergeht. Im abgelaufenen Geschäftsjahr kletterte der Personalbestand um 69 auf 604 (VJ: 535). Darüber hinaus wurde im stärkeren Umfang auf Freelancer zurückgegriffen, was mit deutlich höheren Aufwendungen einhergegangen ist. Während der Anstieg der Freelancer zum Anstieg der Aufwendungen für bezogene Leistungen in Höhe von 71,3 % auf 11,83 Mio. € (VJ: 6,90 Mio. €) beigetragen haben, hatte der höhere Personalbestand einen Anstieg des Personalaufwandes in Höhe von 11,4 % auf 37,91 Mio. € (VJ: 34,05 Mio. €) nach sich gezogen. Insbesondere die höheren Aufwendungen für Freelancer haben dabei die Einstandskosten der erbrachten Leistungen auf 53,49 Mio. € (VJ: 41,18 Mio. €) ansteigen lassen, was hauptsächlich für den EBIT-Rückgang verantwortlich war.

Das EBIT „as reported“ lag jedoch mit -5,20 Mio. € (VJ: 6,38 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. In dieser Kennzahl sind signifikante Abschreibungen auf Firmenwerte in Höhe von 11,41 Mio. € enthalten. Infolge des gestiegenen Zinsniveaus wurden bei der Goodwill-Bewertung höhere Diskontierungssätze verwendet, was insbesondere bei den

in Deutschland tätigen Gesellschaften different und SYZYGY Performance zu deutlich niedrigeren Wertansätzen geführt hat. Dabei handelt es sich um einen nicht liquiditäts-wirksamen Vorgang.

Ausgehend vom negativen EBIT lag auch das Nachsteuerergebnis mit -7,50 Mio. € (VJ: 4,02 Mio. €) naturgemäß unterhalb des Break-Even. Der Unterschied zum EBIT wird durch das negative Finanzergebnis sowie von den Steueraufwendungen dargestellt. Wie auch schon in den vergangenen Geschäftsjahren wurden aus der Anlage der Wertpapiere nur noch im geringen Umfang Erträge erwirtschaftet, so dass das Finanzergebnis seit dem Geschäftsjahr 2019 negativ ist. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 lag dieses bei -0,85 Mio. € (VJ: -0,99 Mio. €) und enthält im Wesentlichen Zinsaufwendungen aus der Bilanzierung von Leasingverträgen in Höhe von 0,57 Mio. € (VJ: 0,60 Mio. €). Auch für die kommenden Geschäftsjahre ist von einem negativen Finanzergebnis auszugehen.

Da die Goodwill-Abschreibungen steuerlich nicht abzugsfähig sind, weist die SYZYGY, trotz des negativen Vorsteuerergebnisses, einen Steueraufwand in Höhe von 1,33 Mio. € (VJ: 1,26 Mio. €) aus. Damit ergibt sich ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -7,50 € (VJ: 4,02 Mio. €) und ein EPS in Höhe von -0,55 Mio. € (VJ: 0,30 €). Bereinigt um die Goodwill-Abschreibungen hätte die SYZYGY GROUP ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,91 Mio. € ausgewiesen, was einem EPS in Höhe von 0,29 € entsprechen würde. Folglich schlägt der Vorstand der anstehenden Hauptversammlung sogar eine Anhebung der Dividende auf 0,22 € (VJ: 0,20 €) vor.

Bereinigtes Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

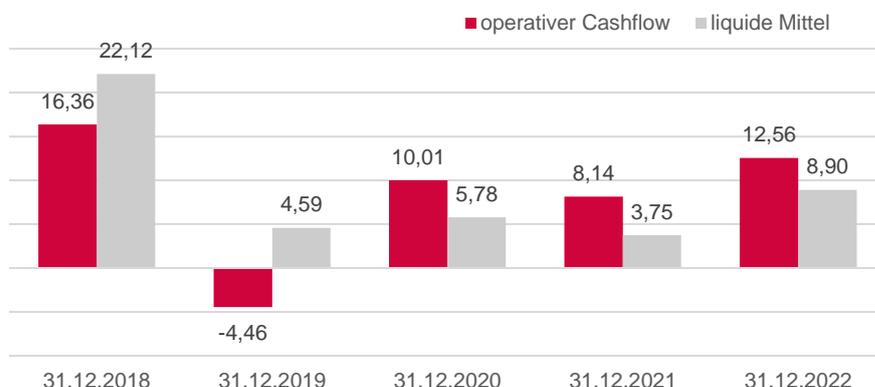
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Eigenkapital	52,94	53,59	56,25	45,10
EK-Quote (in %)	44,3%	47,6%	49,6%	45,5%
Goodwill	58,44	57,35	55,02	43,04
Operatives Anlagevermögen	31,91	30,70	29,67	26,85
davon aus IFRS 16	20,70	23,62	22,20	20,44
Bankkredite	3,06	5,01	3,42	8,00
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	4,59	5,78	3,75	8,90
Cashflow - operativ	-4,46	10,01	8,14	12,56
Cashflow - Investition	3,77	-3,56	-4,51	-1,20
Cashflow - Finanzierung	-10,27	-1,94	-7,09	-5,79

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Die notwendig gewordenen Abschreibungen auf Firmenwerte in Höhe von 11,41 Mio. € haben das Bilanzbild der SYZYGY GROUP deutlich verändert. Auf der Aktivseite minderte sich der bilanzierte Goodwill um über 20 % auf 43,04 Mio. € (31.12.21: 55,02 Mio. €). Da diese Minderung ergebniswirksam war, hatte dieser Vorgang auf der Passivseite zu einem Rückgang des Eigenkapitals auf 45,10 Mio. € (31.12.21: 56,25 Mio. €) geführt. Angesichts der Bilanzverkürzung ist der Rückgang der EK-Quote auf 45,5 % (31.12.21: 49,6 %) vergleichsweise gering ausgefallen. Unverändert muss hier die seit 2019 geltende Bilanzierung der Leasingnutzungsrechte betrachtet werden, die mit 22,90 Mio. € (31.12.21: 24,78 Mio. €) den überwiegenden Anteil des Fremdkapitals darstellen. Vor Anwendung dieses Bilanzierungsstandards würde die SYZYGY GROUP eine deutlich höhere EK-Quote in Höhe von 59,1 % ausweisen.

Operativer Cashflow und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Da die Goodwill-Abschreibung nicht liquiditätswirksam ist, hat die SYZYGY GROUP mit einem operativen Cashflow in Höhe von 12,56 Mio. € (VJ: 8,14 Mio. €) einen außerordentlich hohen Wert erreicht. Neben der für SYZYGY GROUP typischen positiven Cashgenerierung aus dem operativen Geschäft sind hier auch positive Effekte im Zusammenhang mit der Reduktion der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen enthalten. Hieraus war die Gesellschaft in der Lage, den Kaufpreis für den Erwerb der restlichen 22,5 % Anteile an der different GmbH in Höhe von 3,93 Mio. € sowie die Dividendenausschüttung in Höhe von 2,70 Mio. € zu entrichten. Da zusätzlich dazu die Inanspruchnahme der Kreditlinie bei der Commerzbank auf 8,00 Mio. € (31.12.21: 3,42 Mio. €) gesteigert wurde, erhöhten sich die liquiden Mittel auf 8,90 Mio. € (31.12.21: 3,75 Mio. €).

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	70,61	75,97	83,57	90,26
EBIT	-5,21	7,60	8,75	9,94
EBIT-Marge	-7,4%	10,0%	10,5%	11,0%
Jahresüberschuss	-7,50	4,81	5,53	6,34

Quelle: GBC AG

Umsatzprognose 2023 - 2025

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das SYZGY-Management mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 6 % bis 8 % und erwartet einen Anstieg der EBIT-Marge auf 9 % bis 10 %. In absoluten Zahlen übersetzt, rechnet die Gesellschaft mit einem Umsatzanstieg auf 74,9 Mio. € bis 76,3 Mio. € und einer EBIT-Steigerung auf 6,8 Mio. € bis 7,6 Mio. €. Mögliche negative Effekte aus weiteren Goodwill-Abschreibungen sind in den Prognosen nicht enthalten und werden vom Management auch nicht erwartet.

Nachdem im vergangenen Geschäftsjahr 2022 ein deutlicher Umsatzanstieg erreicht wurde, rechnet das SYZGY-Management mit einem Abbremsen des Umsatzwachstums. Offensichtlich soll das laufende Geschäftsjahr zum „Verdauen“ des erreichten Geschäftsniveaus genutzt werden, was mit dem Nachziehen der personellen und organisatorischen Strukturen einhergeht. Zum Teil wurde diese ja bereits im vergangenen Geschäftsjahr 2022 umgesetzt, in dem die Anzahl der Beschäftigten sichtbar auf 604 (VJ: 535) ausgebaut wurde. Parallel dazu soll der Freelancer-Einsatz reduziert und damit die Rentabilität verbessert werden.

Unseres Erachtens dürfte die SYZGY GROUP auch in der Lage sein, die gestiegenen Preisniveaus teilweise an die Kunden weiterzugeben. Dies gilt insbesondere für den Neukundenbereich. Wir gehen davon aus, dass sich der Preissteigerungseffekt, da wir ein niedrigeres Neukundengeschäft erwarten, in Grenzen halten wird. Alleine die im vergangenen Geschäftsjahr gewonnenen Neukunden sollten größtenteils ausreichen, um das anvisierte Umsatzwachstum zu erreichen. Während wir für Deutschland mit einem leichten Umsatzanstieg und für Polen mit einer Fortsetzung des dynamischen Wachstumskurses rechnen, erwarten wir für das Segment UK & USA eine seitwärtsgerichtete Entwicklung. In diesen Regionen dürften sich erwartete Budgetkürzungen eines wichtigen Kunden bemerkbar machen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

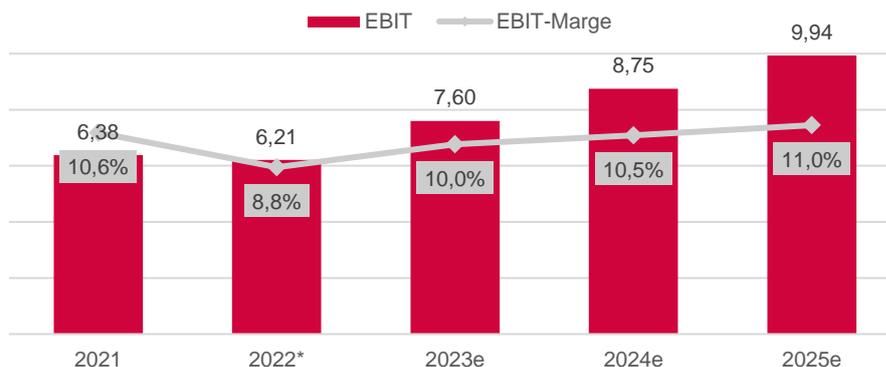
Wir rechnen für 2023 mit Umsatzerlösen in Höhe von 75,97 Mio. € und damit einem innerhalb der Prognosebandbreite liegenden Umsatzwachstum in Höhe von 7,6 %. Wie

dargestellt, dürfte diese Prognose mit einer hohen Wahrscheinlichkeit zu erreichen sein. Nachdem die Strukturen nachgezogen wurden, sollte der Fokus wieder auf Umsatzwachstum liegen und wir rechnen für 2024 und 2025 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 10,0 % bzw. 8,0 %.

Ergebnisprognose 2023 – 2025

Wie der Ergebnis-Guidance zu entnehmen ist, rechnet die Gesellschaft für das laufende Geschäftsjahr mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung. Die um Goodwill-Effekte bereinigte EBIT-Marge in Höhe von 8,8 % (2022) soll auf 9 % bis 10 % gesteigert werden. Angesichts der für 2023 vorliegenden Fokussierung auf die Steigerung der Rentabilität, welche vergleichsweise einfach durch eine erwartete Reduktion des Einsatzes von Freelancern erreicht werden kann, ist die erwartete Margensteigerung nachvollziehbar. Zudem wurde im vergangenen Geschäftsjahr 2022 eine hohe Anzahl an neuen Mitarbeitern eingestellt, was in der Regel mit einer Anlaufphase einhergeht. In 2023 dürfte zwar ein Belegschaftsausbau angestrebt werden, es ist jedoch von einer niedrigeren Anzahl an Neueinstellungen auszugehen.

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



Quelle: GBC AG; *bereinigt um Goodwill-Afa

Unsere EBIT-Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2023 geht in Höhe von 7,60 Mio. € mit einer EBIT-Marge in Höhe von 10,0 % einher und damit orientieren wir uns an der oberen Prognosebandbreite. Für die kommenden Geschäftsjahre sollte, da das erwartete Umsatzwachstum in einem gut „verdaubaren“ Bereich liegt, eine weitere Rentabilitätsverbesserung erreicht werden. Wir gehen dabei von einer nachhaltigen zweistelligen EBIT-Marge aus und damit dürfte die SYZYG GROUP in der Lage sein, nachhaltig zweistelligen Margenniveaus vorzuweisen.

Auf dieser Basis rechnen wir auch beim Nachsteuerergebnis mit einer überproportionalen Entwicklung, wodurch die Grundlage für künftig steigende Dividendenausschüttungen gegeben ist. Allerdings gehen wir, als Vorbereitung für mögliches anorganisches Wachstum, von einer rückläufigen Ausschüttungsquote aus.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY GROUP wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2026 bis 2030 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,8 % (bisher: 17,1 %) 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 GROUP 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 2,00 % (bisher: 1,50 %).**

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 1,17 (bisher: 1,16). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,42 % (bisher: 7,89 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 100 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,92 % (bisher: 7,89 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel in Höhe von 9,35 € (bisher: 9,35 €) ermittelt. Verschiedene Effekte haben sich hierbei gegenseitig aufgehoben. Einerseits haben wir die höheren Schätzungen des Geschäftsjahres 2025 erstmals in die konkrete Schätzperiode einbezogen, womit für die Stetigkeitsphase des Modells eine höhere Basis vorliegt. Diesem kurszielerhöhenden Effekt steht aber ein kurszielmindernder Effekt aus der leichten Erhöhung der Kapitalkosten entgegen.

DCF-Modell

SYZGY GROUP - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,8%	ewige EBITA - Marge	12,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	75,97	83,57	90,26	95,22	100,46	105,98	111,81	117,96	
US Veränderung	7,6%	10,0%	8,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,86	3,20	3,53	3,90	4,29	4,68	5,07	5,47	
EBITDA	12,90	14,00	15,14	15,97	16,85	17,78	18,75	19,79	
EBITDA-Marge	17,0%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	
EBITA	7,60	8,75	9,94	10,77	11,89	13,01	14,15	15,30	
EBITA-Marge	10,0%	10,5%	11,0%	11,3%	11,8%	12,3%	12,7%	13,0%	12,9%
Steuern auf EBITA	-2,28	-2,62	-2,98	-3,23	-3,57	-3,90	-4,24	-4,59	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,32	6,12	6,96	7,54	8,33	9,11	9,90	10,71	
Kapitalrendite	22,7%	25,5%	28,3%	29,5%	34,1%	38,9%	43,7%	48,6%	50,5%
Working Capital (WC)	-2,50	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	-3,3%	-1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	-0,95	-1,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	26,55	26,13	25,58	24,38	23,43	22,67	22,06	21,58	
AFA auf OAV	-5,30	-5,25	-5,20	-5,20	-4,96	-4,76	-4,61	-4,48	
AFA zu OAV	20,0%	20,1%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	20,3%	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investiertes Kapital	24,05	24,63	25,58	24,38	23,43	22,67	22,06	21,58	
EBITDA	12,90	14,00	15,14	15,97	16,85	17,78	18,75	19,79	
Steuern auf EBITA	-2,28	-2,62	-2,98	-3,23	-3,57	-3,90	-4,24	-4,59	
Investitionen gesamt	-5,95	-5,83	-6,16	-5,67	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investitionen in WC	-0,95	-1,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Earm-Out-Zahlungen	0,00	0,00	0,00	-1,67	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,67	5,55	6,00	7,07	9,28	9,87	10,51	11,19	176,85

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	146,46	152,51
Barwert expliziter FCFs	42,72	40,56
Barwert des Continuing Value	103,74	111,95
Nettoschulden (Net debt)	19,93	17,89
Wert des Eigenkapitals	126,54	134,62
Fremde Gewinnanteile	-0,30	-0,32
Wert des Aktienkapitals	126,24	134,31
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,35	9,95

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,17
Eigenkapitalkosten	8,4%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,9%

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
49,0%	11,23	10,07	9,11	8,31	7,64
49,8%	11,38	10,20	9,23	8,42	7,73
50,5%	11,54	10,34	9,35	8,53	7,83
51,3%	11,69	10,47	9,47	8,63	7,92
52,0%	11,84	10,61	9,59	8,74	8,02

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