



Researchstudie (Update)

SYZYGY GROUP

SYZYGY GROUP

1.HJ 2023: Schwaches Beratungsgeschäft belastet Umsatz- und Ergebnisentwicklung; Restrukturierungsaufwand und Goodwill-Afa werden laufendes Geschäftsjahr belasten;

Rückkehr zu deutlichem Umsatz- und Ergebniswachstum wieder ab 2024 erwartet

Kursziel: 8,60 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Syzygy AG*1,5a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 8,60 €
(bisher: 8,60 €)

aktueller Kurs: 4,38
03.08.23 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 59,13
EnterpriseValue³: 80,60
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

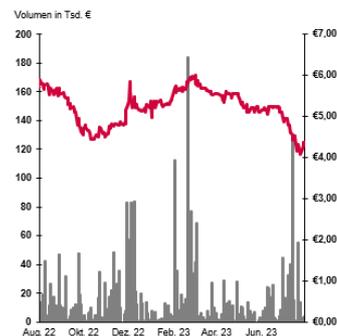
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 614 (30.06.2023)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Franziska von Lewinski, Erwin Greiner,
Frank Ladner



In der SYZYGY GROUP beschäftigen sich rund 600 Spezialist:innen mit der Digitalisierung von Marken und Geschäftsprozessen. Zusammen schaffen diese nachhaltige Kundenbeziehungen durch bessere digitale Erlebnisse. Die SYZYGY GROUP wurde 1995 gegründet und ist in vier Ländern mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Seit dem Jahr 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, Bosch, Bundesregierung, Commerzbank, Consorsbank, Deliveroo, Eucerin, Fisker, HUK-Coburg, Hymer, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Mercedes-Benz, Miles & More, mobile.de, o2 Telefónica, PayPal, Porsche, Volkswagen, Wempe und Wirex.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	70,61	72,02	79,23	85,56
EBITDA	6,21	4,60	7,85	8,96
EBIT	-5,21	0,40	7,85	8,96
Jahresüberschuss	-7,50	-0,24	4,90	5,66

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,56	-0,02	0,36	0,42
Dividende je Aktie	0,22	0,24	0,26	0,28

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,14	1,12	1,02	0,94
EV/EBITDA	6,98	14,15	6,15	5,69
EV/EBIT	neg.	203,26	10,27	9,00
KGV	neg.	neg.	12,07	10,46
KBV	1,31			

Finanztermine

01.11.23: 9-Monatsbericht 2023
27.-29.11.23: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.07.2023: RS / 8,60 / KAUFEN

02.05.2023: RS / 9,35 / KAUFEN

12.04.2023: RS / 9,35 / KAUFEN

03.02.2023: RS / 9,35 / KAUFEN

07.11.2022: RS / 9,35 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten sechs Monaten 2023 hat die SYZYGY GROUP einen Anstieg der Umsatzerlöse um 4,7 % auf 35,99 Mio. € (VJ: 34,40 Mio. €) erreicht. Zwar liegt diese Entwicklung weitestgehend im Rahmen der Erwartungen, in der Quartalsbetrachtung liegt aber eine rückläufige Tendenz vor. Gegenüber dem Umsatzanstieg in Höhe von 10,0 % im ersten Quartal lagen die Umsätze im zweiten Quartal mit -0,4 % leicht unter dem Vorjahreswert. Dies ist insbesondere auf eine rückläufige Entwicklung im Beratungsgeschäft (Produkt- und Serviceinnovation) zurückzuführen, welches von Budgetkürzungen speziell seitens der Automotive-Kunden betroffen war. Gemäß Unternehmensangaben ist dies als ein isolierter Faktor zu betrachten, da die anderen Produktbereiche und Tochtergesellschaften im Rahmen der Erwartungen lagen.
- Aufgrund von Anpassungen der Geschäftsplanung bei der Beratungsgesellschaft different GmbH wurden Firmenwertabschreibungen in Höhe von 4,21 Mio. € vorgenommen. Inklusive dieses Sondereffektes liegt das EBIT mit -1,98 Mio. € (VJ: 3,10 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Auch bereinigt um diesen Effekt weist die SYZYGY mit einem EBIT in Höhe von 2,23 Mio. € eine rückläufige Ergebnisentwicklung auf. Ein hoher Freelancer-Einsatz sowie höhere Personalkosten der Restrukturierung waren hierfür ausschlaggebend.
- Das Management der SYZYGY GROUP hatte bereits am 04.07.2023 über die unter den Erwartungen liegende Entwicklung im Beratungsbereich informiert und zu diesem Anlass die Prognosen angepasst. Während bis zu dem Zeitpunkt mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 6 bis 8 % gerechnet wurde, wird für das laufende Geschäftsjahr 2023 seither ein Umsatzwachstum im „unteren einstelligen Prozentbereich“ erwartet. Die EBIT-Marge sollte dabei, vor Firmenwertabschreibungen, in einer Bandbreite von 5 bis 7 % liegen. Bis zu dem Zeitpunkt war noch mit einer EBIT-Marge in Höhe von 9 bis 10 % gerechnet worden.
- Damit wird für das zweite Halbjahr 2023, aufgrund der erwarteten Fortsetzung der Schwäche im Beratungsgeschäft, mit einer rückläufigen Umsatzentwicklung gerechnet. Bei der Tochtergesellschaft different GmbH wurden diesbezüglich Restrukturierungsmaßnahmen ergriffen, welche im dritten Quartal 2023 abgeschlossen sein sollten. Diese Maßnahmen gehen mit einer zusätzlichen Kostenbelastung in Höhe von 1,0 Mio. € einher, was bei der EBIT-Marge rund 1,5 Prozentpunkte kosten dürfte.
- Wir hatten unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen bereits mit der Gewinnwarnung Anfang Juli im Rahmen eines Research Comments (06.07.2023) angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 rechnen wir demnach mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 2,0 % auf 72,02 Mio. €, welcher im Rahmen der aktuellen Unternehmens-Guidance liegt. In den kommenden Geschäftsjahren sollte mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % (2024e) bzw. 8,0 % (2025e) wieder eine deutlich höhere Dynamik erreicht werden. Vor Goodwill-Afa in Höhe von 4,21 Mio. € prognostizieren wir für 2023 ein EBIT in Höhe von 4,60 Mio. € und rechnen damit mit einer EBIT-Marge in Höhe von 6,4 %. Nach wie vor rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses und ab 2024 mit einer Rückkehr zum gewohnten EBIT-Margenniveau. Alleine durch den Wegfall von Goodwill-Afa sowie der Restrukturierungsaufwendungen sollte dies gut zu erreichen sein.
- Aufgrund des gegenüber unserer letzten Research Studie (siehe Comment vom 06.07.2023) unveränderten DCF-Bewertungsmodells behalten wir das Kursziel in Höhe von 8,60 € unverändert bei. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 4,10 € liegt ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

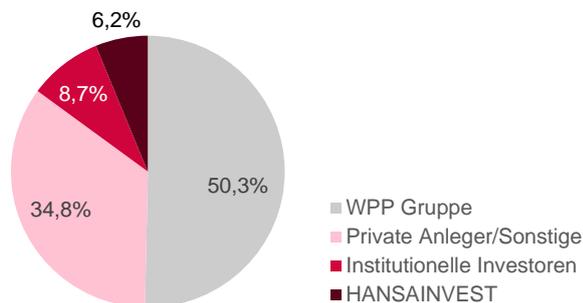
Executive Summary	2
Inhaltsverzeichnis	3
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur zum 30.06.2023	4
Konsolidierungskreis.....	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2023	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2023.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023	7
Prognosen und Bewertung.....	8
Bewertung.....	9
Modellannahmen.....	9
Bestimmung der Kapitalkosten.....	9
Bewertungsergebnis.....	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

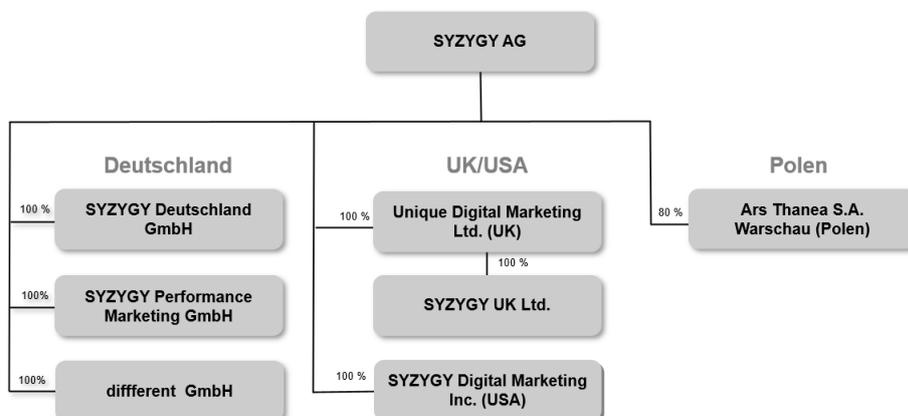
Aktionärsstruktur zum 30.06.2023

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

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

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

Referenzkunden (Auswahl)



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2023

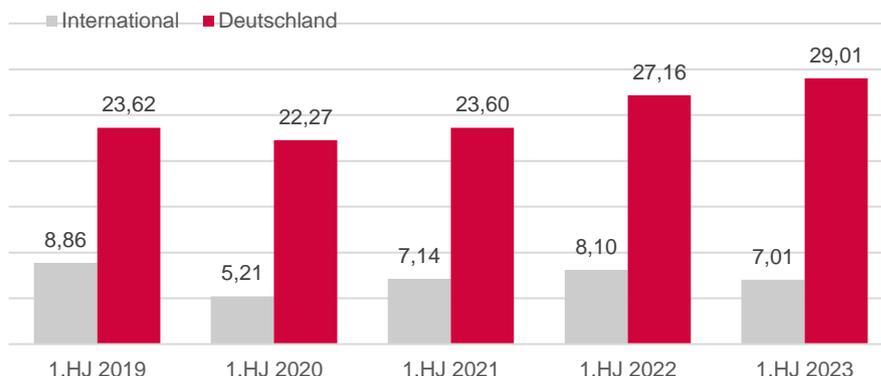
in Mio. €	1.HJ 2021	1.HJ 2022	1.HJ 2023
Umsatzerlöse	30,04	34,40	35,99
davon in Deutschland	23,60	27,16	29,01
davon International	7,14	8,10	7,01
EBIT – vor Goodwill-Afa	3,10	3,10	2,23
EBIT – nach Goodwill-Afa	3,10	3,10	-1,98
Periodenergebnis	2,03	1,79	-3,27

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2023

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 35,99 Mio. € (VJ: 34,40 Mio. €) und damit einem Umsatzanstieg in Höhe von 4,7 % hat die SYZYGY GROUP zwar ein weitestgehend im Rahmen der Erwartungen liegendes Umsatzwachstum erreicht, die Quartalsanalyse zeigt jedoch eine zuletzt rückläufige Tendenz. Nachdem im ersten Quartal 2023 noch ein Umsatzanstieg in Höhe von 10,0 % erreicht wurde, lagen die Umsätze im zweiten Quartal 2023 um -0,4 % leicht unter Vorjahreswert. Mit der Unternehmens-News vom 04.07.2023 hatte das SYZYGY-Management den Kapitalmarkt bereits über die unter den Erwartungen liegende Entwicklung des zweiten Quartals informiert. Ursächlich dafür ist ein Umsatzrückgang im Beratungsgeschäft im Bereich der Produkt- und Serviceinnovation, bedingt durch eine Investitionszurückhaltung und damit Budgetkürzungen seitens der Bestandskunden. Wir gehen davon aus, dass insbesondere Kunden aus der Automobilbranche, angesichts der aktuell angespannten Lage, Beratungsbudgets gekürzt haben. Gemäß Branchenverteilung der SYZYGY-Umsätze waren besonders die Umsätze mit Kunden aus der Automobilbranche um rund 5 % rückläufig.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Die in Deutschland erwirtschafteten Umsätze legten zwar um 6,8 % deutlich zu, die schwache Umsatzentwicklung der deutschen Beratungsgesellschaft different GmbH hatte jedoch zu einer Minderung der Umsatzdynamik im zweiten Quartal (Umsatzwachstum Q2: +1,2 %) geführt. Dass trotz schwächerer Entwicklung im Beratungsgeschäft in beiden Quartalen ein Umsatzwachstum erwirtschaftet wurde, ist ein Indiz dafür, dass derzeit lediglich das Beratungsgeschäft schwächelt. Demgegenüber dürfte bei den anderen Tochtergesellschaften/Dienstleistungen eine planmäßige Entwicklung stattgefunden haben.

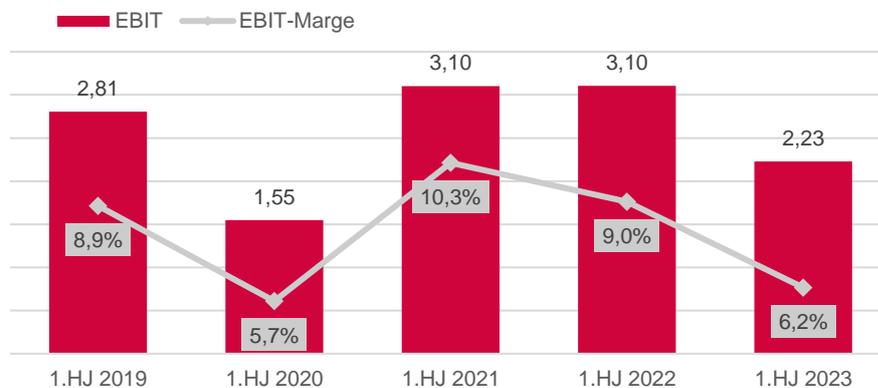
Der um 13,5 % auf 7,01 Mio. € (VJ 8,10 Mio. €) vorliegende Umsatzrückgang der im Ausland tätigen Gesellschaften dürfte ebenfalls auf Budgetkürzungen bei großen Kun-

den zurückzuführen sein. Seit dem laufenden Geschäftsjahr unterteilt die SYZGY GROUP das Auslandsgeschäft in die beiden Bereiche „UK/USA“ und „Polen“. Sowohl „UK/USA“ (-13,5 %) als auch „Polen“ (-8,3 %) verzeichneten hier eine rückläufige Umsatzentwicklung. Im Gegensatz zum deutschen Beratungsgeschäft rechnet das SYZGY-Management aber mit einer besseren Entwicklung im zweiten Halbjahr 2023.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

Da bei der deutschen Beratungsgesellschaft different GmbH Anpassungen bei der Geschäftsplanung erfolgt sind, hat die SYZGY GROUP Firmenwertabschreibungen in Höhe von 4,21 Mio. € vorgenommen. Inklusiv dieses Sondereffektes weist die Gesellschaft damit ein signifikant unter dem Vorjahreswert liegendes EBIT in Höhe von -1,98 Mio. € (VJ: 3,10 Mio. €) aus. Aber auch bereinigt um Goodwill-Abschreibungen liegt das EBIT mit 2,23 Mio. € ebenfalls sichtbar unter dem Vorjahreswert.

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



Quelle: SYZGY GROUP; GBC AG; *bereinigt um Goodwill-Afa

Während bei den Marketing- und Verwaltungskosten die Kostenquoten jeweils leicht unter dem Vorjahresniveau lagen, haben sich die Einstandskosten der erbrachten Leistungen um +9,6 % gegenüber dem Umsatz überproportional entwickelt, was zu einem Rückgang der Roh-Marge auf 22,2 % (VJ: 25,6 %) geführt hat. Ausschlaggebend für die überproportionale Entwicklung der Herstellkosten des Umsatzes war ein unverändert hoher Bedarf an Freelancern. Darüber hinaus waren unter dieser Kostenposition erhöhte Personalkosten im Zusammenhang mit der Restrukturierung enthalten. Letztendlich war diese Entwicklung hauptverantwortlich für den Rückgang des bereinigten EBIT.

Das Periodenergebnis in Höhe von -3,27 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €) ist aufgrund des rückläufigen operativen Ergebnisses aber insbesondere aufgrund des Sondereffektes im Zusammenhang mit den Goodwill-Abschreibungen deutlich negativ ausgefallen. Einen zusätzlichen Effekt hierauf, wenngleich dieser aufgrund seiner Höhe kaum ins Gewicht fällt, hatte der weitere Rückgang des Finanzergebnisses auf -0,92 Mio. € (VJ: -0,64 Mio. €). Im Finanzergebnis sind dabei sowohl Verluste aus der Wertpapierveräußerung sowie Zinsaufwendungen für aufgenommene Bankkredite enthalten. Größtenteils sind hier aber Leasing-Aufwendungen nach IFRS 16 enthalten.

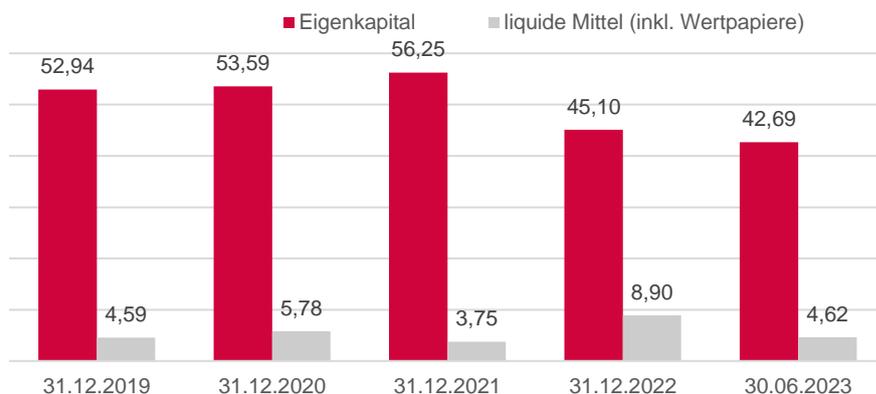
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Eigenkapital	56,25	45,10	42,69
EK-Quote (in %)	49,6%	45,5%	46,9%
Goodwill	55,02	43,04	39,44
Operatives Anlagevermögen	29,67	26,85	26,23
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	3,75	8,90	4,62
Cashflow - operativ	8,14	12,56	0,10
Cashflow - Investition	-4,51	-1,20	-0,34
Cashflow - Finanzierung	-7,09	-5,79	-2,94

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Das negative Periodenergebnis in Höhe von -3,27 Mio. € hat das Eigenkapital auf 42,69 Mio. € (31.12.2022: 45,10 Mio. €) zurückgehen lassen. Da sich aber die Bilanzsumme insgesamt ebenfalls gemindert hat, hat die EK-Quote auf 46,9 % (31.12.2022: 45,5 %) leicht zugelegt. Auf der Passivseite hat, neben dem rückläufigen Eigenkapital, die Minderung der kurzfristigen Verbindlichkeiten zur Bilanzverkürzung beigetragen. Auf der einen Seite hat die SYZYGY GROUP Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zurückgeführt, auf der anderen Seite wurden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 1,0 Mio. € zurückbezahlt.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Die Kreditrückführung sowie die Minderung der kurzfristigen Verbindlichkeiten haben die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 4,62 Mio. € (31.12.2022: 8,90 Mio. €) gemindert. Aus dem operativen Geschäft heraus weist die SYZYGY GROUP aber nach wie vor einen positiven Cashflow in Höhe von 0,10 Mio. € (VJ: -0,05 Mio. €) aus. Ohne Working Capital-Effekte hätte die Gruppe sogar einen operativen Cashflow in Höhe von 4,53 Mio. € (VJ: 4,89 Mio. €) ausgewiesen. Damit wird deutlich, dass das negative operative Ergebnis ausschließlich nicht liquiditätswirksamen Goodwill-Abschreibungen geschuldet ist.

Bilanziell hat die Goodwill-Abschreibung bei der Tochtergesellschaft different GmbH zu einem weiteren Rückgang der bilanzierten Geschäfts- und Firmenwerte auf 39,44 Mio. € (31.12.2022: 43,04 Mio. €) geführt. Bereits im vergangenen Geschäftsjahr hatte die SYZYGY GROUP Firmenwerte in Höhe von 11,41 Mio. € abgeschrieben. Die absehbar notwendigen Abschreibungen bei der different GmbH sind dabei vollständig im ersten Halbjahr 2023 berücksichtigt worden, so dass für das zweite Halbjahre keine weiteren Sonderbelastungen vorliegen sollten.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	70,61	72,02	79,23	85,57
EBIT – vor Goodwill-Afa	6,21	4,60	7,85	8,96
EBIT – nach Goodwill-Afa	-5,21	0,40	7,85	8,96
Jahresüberschuss	-7,50	-0,24	4,90	5,66

Quelle: GBC AG

Das Management der SYZYGY GROUP hatte bereits am 04.07.2023 über die unter den Erwartungen liegende Entwicklung im Beratungsbereich informiert und zu diesem Anlass die Prognosen angepasst. Während bis zu dem Zeitpunkt mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 6 bis 8 % gerechnet wurde, wird für das laufende Geschäftsjahr 2023 ein Umsatzwachstum im „unteren einstelligen Prozentbereich“ erwartet. Die EBIT-Marge sollte dabei, vor Firmenwertabschreibungen, in einer Bandbreite von 5 bis 7 % liegen. Bis zu dem Zeitpunkt war noch mit einer EBIT-Marge in Höhe von 9 bis 10 % gerechnet worden.

Nachdem im ersten Halbjahr noch ein Umsatzwachstum in Höhe von 4,7 % erzielt worden ist, wird damit für das zweite Halbjahr 2023 von einer schwächeren Entwicklung ausgegangen. Die Schwäche im Beratungsbereich, welche sich insbesondere im zweiten Quartal 2023 deutlich ausgewirkt hat, sollte sich im zweiten Halbjahr fortsetzen. Diesbezüglich hat das Management bei der different GmbH Maßnahmen zur Restrukturierung und Fokussierung ergriffen. Dies ist als Reaktion auf die aktuell schwache Geschäftsentwicklung aber auch als langfristige Fokussierung im Beratungs-Dienstleistungsangebot zu betrachten. Die Maßnahmen sollen im dritten Quartal 2023 abgeschlossen sein.

Wir hatten unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen bereits mit der Gewinnwarnung Anfang Juli im Rahmen eines Research Comments (06.07.2023) angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2023 rechnen wir demnach mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 2,0 % auf 72,02 Mio. €, welcher im Rahmen der aktuellen Unternehmens-Guidance liegt. Da wir davon ausgehen, dass die Umsatzbelastungen insoliert im Beratungsbereich auftreten und damit die anderen Tochtergesellschaften im Rahmen der Erwartungen liegen, rechnen wir für das kommende Geschäftsjahr 2024 unverändert mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10 % auf 79,23 Mio. € und für 2025 in Höhe von 8,0 % auf 85,57 Mio. €.

Vor Goodwill-Afa in Höhe von 4,21 Mio. € prognostizieren wir für 2023 ein EBIT in Höhe von 4,60 Mio. € und rechnen damit mit einer EBIT-Marge in Höhe von 6,4 %. Der Rückgang der bereinigten EBIT-Marge ist einerseits dem niedrigeren Umsatzniveau geschuldet, andererseits entfällt dieser auf notwendige Anpassungen der Kostenstruktur bei der different GmbH. Diese Anpassungen, die im dritten Quartal 2023 abgeschlossen sein sollten, dürften nach Unternehmensangaben einen EBIT-Rückgang in Höhe von ca. 1,0 Mio. € nach sich ziehen. Nach Goodwill-Afa sollte in 2023 ein leicht positives EBIT verbleiben. Nach wie vor rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstumskurses und ab 2024 mit einer Rückkehr zum gewohnten EBIT-Margenniveau. Alleine durch den Wegfall von Goodwill-Afa sowie der Restrukturierungsaufwendungen sollte dies gut zu erreichen sein.

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 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,6 % (bisher: 16,6 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY 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: 2,00 %).**

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

Bewertungsergebnis

Aufgrund des gegenüber unserer letzten Research Studie (siehe Comment vom 06.07.2023) unveränderten DCF-Bewertungsmodells behalten wir das Kursziel in Höhe von 8,60 € unverändert bei. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 4,10 € liegt ein hohes Kurspotenzial vor und wir vergeben das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

SYZYGY GROUP - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

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

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert	
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e		
Umsatz (US)	72,02	79,23	85,56	89,84	94,34	99,05	104,00	109,20	2,0%	
US Veränderung	2,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%		
US zu operativen Anlagevermögen	2,71	3,03	3,34	3,68	4,03	4,37	4,71	5,06		
EBITDA	5,70	13,10	14,16	14,87	15,61	16,39	17,21	18,07		
EBITDA-Marge	7,9%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%		
EBITA	0,40	7,85	8,96	9,67	10,65	11,63	12,60	13,59		
EBITA-Marge	0,6%	9,9%	10,5%	10,8%	11,3%	11,7%	12,1%	12,4%		12,5%
Steuern auf EBITA	-0,12	-2,35	-2,69	-2,90	-3,20	-3,49	-3,78	-4,08		
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		30,0%
EBI (NOPLAT)	0,28	5,49	6,27	6,77	7,46	8,14	8,82	9,51		
Kapitalrendite	1,2%	22,8%	25,5%	26,4%	30,6%	34,7%	38,9%	43,1%	45,1%	
Working Capital (WC)	-2,50	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
WC zu Umsatz	-3,5%	-1,9%	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	5,70	13,10	14,16	14,87	15,61	16,39	17,21	18,07		
Steuern auf EBITA	-0,12	-2,35	-2,69	-2,90	-3,20	-3,49	-3,78	-4,08		
Investitionen gesamt	-1,75	-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		
Earn-Out/Goodwill-Bereinigung	4,20	0,00	0,00	-1,67	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	3,82	4,92	5,31	6,30	8,41	8,90	9,43	9,99	157,12	

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	130,41	135,82
Barwert expliziter FCFs	38,24	36,35
Barwert des Continuing Value	92,17	99,46
Nettoschulden (Net debt)	20,77	19,36
Wert des Eigenkapitals	109,64	116,45
Fremde Gewinnanteile	-0,30	-0,32
Wert des Aktienkapitals	109,34	116,14
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,10	8,60

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%
43,6%	10,28	9,22	8,35	7,61	6,99
44,4%	10,45	9,37	8,47	7,73	7,09
45,1%	10,61	9,51	8,60	7,84	7,20
45,9%	10,77	9,65	8,73	7,96	7,30
46,6%	10,94	9,80	8,86	8,07	7,41

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: (1,5a,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