



## Researchstudie (Update)

# SYZYGY GROUP

**HJ-Umsätze im Rahmen, EBIT leicht unter Erwartungen  
Neukundengeschäft zieht an  
Rating und Kursziel bestätigt**

**Kursziel: 7,70 €**

**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“

## SYZYG GROUP\*1,5a,7,11

### KAUFEN

Kursziel: 7,70 €  
(bisher: 7,70 €)

aktueller Kurs: 3,14  
01.08.24 / XETRA / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,50  
Marketcap<sup>3</sup>: 42,39  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 61,61  
<sup>3</sup> 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: 566 (30.06.2024)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Frank Wolfram (CEO), Erwin Greiner (CFO),  
Frank Ladner (CTO)

Die SYZYG GROUP ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für Digital Experiences. Im Jahr 1995 gegründet ist die SYZYG GROUP in vier Ländern mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten.

Seit dem Jahr 2000 ist die SYZYG AG im Prime Standard börsennotiert. Neben der Kernmarke SYZYG gehören der Enterprise Technologie-Spezialist SYZYG Techsolutions, der Performance Marketing- und Media-Spezialist SYZYG Performance, das Design Studio Ars Thanea und die Strategieberatung different zur Gruppe.

Die rund 600 Spezialist:innen der SYZYG GROUP betreuen Marken wie Audi, BMW, Bosch, Die Bundesregierung, Condor, Commerzbank, Deutsche Bank, Eucerin, Hilti, HUK-Coburg, Hymer, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, mobile.de, o2 Telefónica, PayPal, Porsche, Sennheiser, Volkswagen und Wempe



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	71,74	72,46	78,26	82,17
EBITDA	9,32	11,78	13,35	14,26
EBIT	-0,66	6,53	8,15	9,06
Jahresüberschuss	-2,92	4,12	5,09	5,72

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,22	0,31	0,38	0,42
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,20	0,25

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,86	0,85	0,79	0,75
EV/EBITDA	6,61	5,23	4,62	4,32
EV/EBIT	neg.	9,43	7,56	6,80
KGV	neg.	10,29	8,33	7,41
KBV	1,05			

### Finanztermine

29.10.2024: 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.05.2024: RS / 7,70 / KAUFEN

15.04.2024: RS / 7,70 / KAUFEN

15.02.2024: RS / 7,40 / KAUFEN

04.08.2023: RS / 8,60 / KAUFEN

06.07.2023: RS / 8,60 / KAUFEN

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

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die SYZYGY GROUP erzielte im ersten Halbjahr Umsatzerlöse in Höhe von 34,93 Mio. € (VJ: 35,99 Mio. €) und lag damit um 3,0 % unter dem Vorjahreswert. Der Umsatzrückgang ist insbesondere auf die überdurchschnittlich hohen Umsatzerlöse im ersten Quartal des Vorjahres zurückzuführen, in denen Nachlaufeffekte enthalten waren. Dies führte im ersten Quartal 2024 zu einem Umsatzrückgang von -6,4 %. Im zweiten Quartal 2024 konnte ein leichtes Umsatzplus von 0,7 % und damit die prognostizierte Trendwende erreicht werden.
- Nach Regionen betrachtet zeigen die deutschen Gesellschaften mit einem Umsatz von 28,84 Mio. € (VJ: 29,01 Mio. €) eine weiterhin solide Entwicklung. Dabei konnte die positive Entwicklung des Geschäftsfelds „Digital Experience Services“ die Schwäche des beratungsbezogenen Geschäftsfelds „Transformational Consulting Services“ kompensieren. Aktuell ist jedoch auch im Beratungsbereich wieder ein verstärktes Kundeninteresse spürbar. Im Segment „UK & US“ konnte das wieder anziehende Neukundengeschäft die vorangegangenen Budgetkürzungen nicht kompensieren, was zu einem weiteren Umsatzrückgang auf 2,48 Mio. € (VJ: 4,25 Mio. €) führte. In Polen profitierte die Gesellschaft Ars Thanea von einer hohen Nachfrage nach GCI-Dienstleistungen und einer positiven Entwicklung im Agenturgeschäft und verzeichnete eine deutliche Umsatzsteigerung auf 3,78 Mio. € (VJ: 2,77 Mio. €).
- Das Halbjahres-EBIT in Höhe von 2,84 Mio. € (VJ bereinigt: 2,23 Mio. €) entspricht einer EBIT-Marge von 8,1 % (VJ: 6,2 %). Damit machen sich die eingeleiteten Kosteneinsparungen positiv bemerkbar, die EBIT-Marge liegt jedoch noch unter den Werten der vorangegangenen Halbjahre. Nach Angaben der Gesellschaft fanden im ersten Halbjahr 2024 zahlreiche „Neukunden-Pitches“ statt, die mit höheren Aufwendungen verbunden waren. Im Ergebnis konnten eine Reihe von Neuaufträgen gewonnen und damit die Basis für steigende Umsätze in den kommenden Quartalen gelegt werden. Dann ist auch mit einer stärkeren Reduzierung der Kostenquoten zu rechnen.
- Während die Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr den Erwartungen entsprach, lag der EBIT leicht unter den Erwartungen. Das Management der SYZYGY GROUP bestätigt daher die Umsatzguidance, wonach ein Umsatz auf Vorjahresniveau erwartet wird. Die erwartete EBIT-Marge wurde hingegen leicht auf 9,0 % (bisher: 10,0 %) reduziert. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für 2024 unverändert mit Umsatzerlösen in Höhe von 72,46 Mio. €, passen jedoch die EBIT-Prognose an die Unternehmensguidance an und erwarten bei einer EBIT-Marge von 9,0 % (bisher: 10,0 %) ein EBIT in Höhe von 6,53 Mio. € (bisher: 7,25 Mio. €). Die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre, in denen wir ein Umsatzwachstum von 8,0 % (2025e) bzw. 5,0 % (2026e) erwarten und von einer sukzessiven Steigerung der EBIT-Marge ausgehen, behalten wir unverändert bei.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel von 7,70 € ermittelt. Dem kurszielmindernden Effekt aus der Prognoseanpassung steht ein kurszielerhöhender Effekt aus dem Rollover des Kurszielhorizonts gegenüber. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

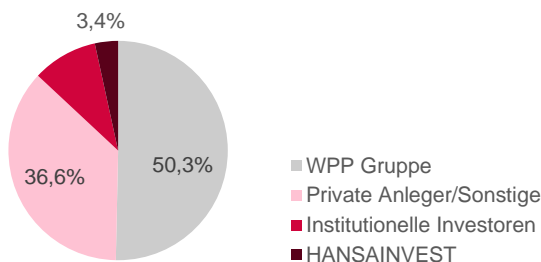
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Inhaltsverzeichnis .....</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur zum 30.06.2024 .....	4
Produkte/Dienstleistungen .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2024 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2024 .....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2024 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2024 .....	7
<b>Prognosen und Bewertung .....</b>	<b>8</b>
Bewertung .....	9
Modellannahmen .....	9
Bestimmung der Kapitalkosten .....	9
Bewertungsergebnis .....	9
DCF-Modell .....	10
<b>Anhang .....</b>	<b>11</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur zum 30.06.2024

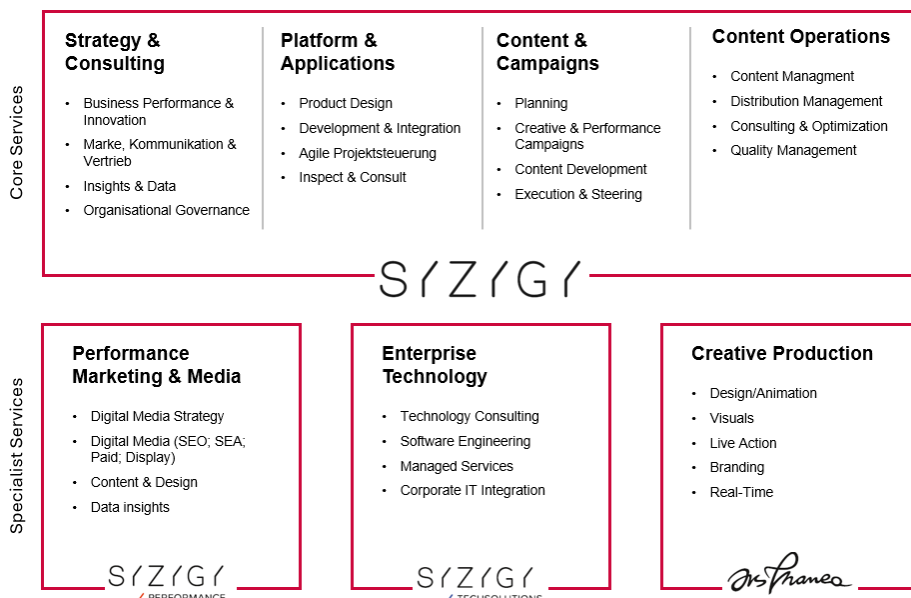
Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Private Anleger/Sonstige	36,6%
Institutionelle Investoren	9,6%
HANSAINVEST	3,4%

Quelle: SYZYG GROUP; GBC AG



### Produkte/Dienstleistungen

Die SYZYG GROUP hat im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Neustrukturierung der Produktpalette vorgenommen und diese nun in zwei Bereiche unterteilt. Das Geschäftsfeld „**Digital Experience Services**“ ist dabei als Kernbereich zu betrachten, in dem die Gesellschaft ein umfassendes End-to-End-Service-Portfolio anbietet:



Quelle: SYZYG GROUP; GBC AG

Ergänzend zum Kerngeschäftsfeld sollen innerhalb „**Transformational Consulting Services**“ die Kunden dabei unterstützt werden, neue Wachstumspotenziale zu erschließen. Im Vordergrund stehen hier das Zusammenspiel aus Marke, Organisation, Nachhaltigkeit und Innovation, um zusätzliche Wachstumsimpulse zu identifizieren und zu fördern.



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2024

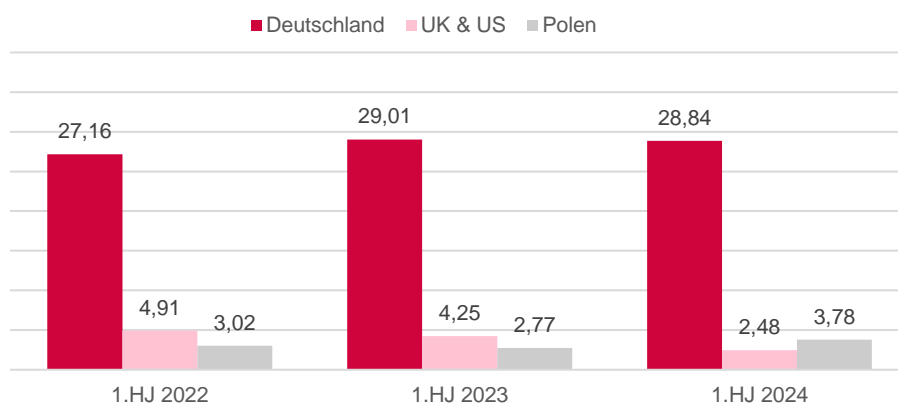
in Mio. €	1.HJ 2022	1.HJ 2023	1.HJ 2024
Umsatzerlöse	34,40	35,99	34,93
davon in Deutschland	27,16	29,01	28,84
davon UK & US	4,91	4,25	2,48
davon in Polen	3,02	2,77	3,78
EBIT – vor Goodwill-Afa	3,10	2,23	2,84
EBIT – nach Goodwill-Afa	3,10	-1,98	2,84
Periodenergebnis	1,79	-3,27	1,70

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2024

Die Umsatzerlöse der SYZYGY GROUP liegen nach den ersten sechs Monaten 2024 mit 34,93 Mio. € (VJ: 35,99 Mio. €) um -3,0 % leicht unter dem Vorjahreswert. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass das erste Quartal des Vorjahres auch aufgrund von Nachlaufeffekten mit überdurchschnittlich hohen Umsatzerlösen das beste Quartal der Unternehmensgeschichte war. Dies führte im ersten Quartal 2024 zu einem Umsatzrückgang von -6,4 %, gefolgt von einem leichten Umsatzanstieg von 0,7 % im zweiten Quartal 2024. Das erreichte Umsatzniveau entspricht knapp 50 % des prognostizierten Jahresumsatzes 2024 und liegt damit im Rahmen der Erwartungen.

### Halbjahresumsätze nach Regionen (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Die außergewöhnlich gute Umsatzentwicklung des ersten Quartals 2023 hatte sich insbesondere bei den deutschen Gesellschaften bemerkbar gemacht, weshalb hier nach den ersten sechs Monaten 2024 noch eine leichte Umsatzlücke besteht. In Deutschland lag der erwirtschaftete Umsatz mit 28,84 Mio. € (VJ: 29,01 Mio. €) nahezu auf Vorjahresniveau, wobei nach dem Umsatzrückgang im Q1 2024 in Höhe von -4,5 % im zweiten Quartal ein Umsatzanstieg in Höhe von 3,6 % erzielt werden konnte. Unverändert gilt für die Region Deutschland, dass sich das Geschäftsfeld „Digital Experience Services“ erwartungsgemäß entwickelt, während das beratungsbezogene Geschäftsfeld „Transformational Consulting Services“ weiterhin von Budgetkürzungen betroffen ist.

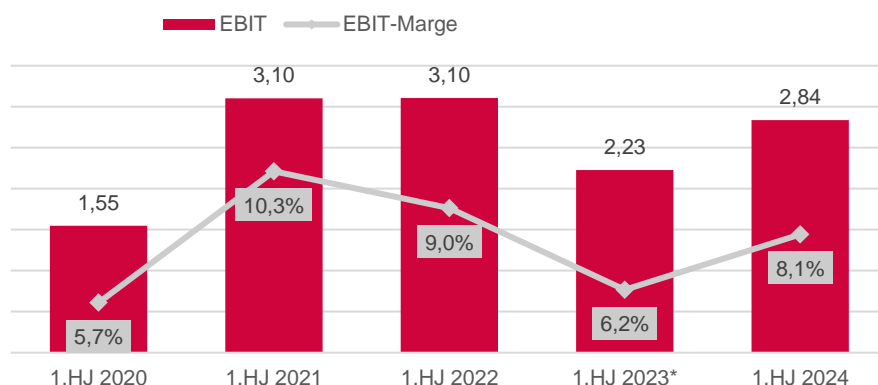
Die polnische Gesellschaft Ars Thanea profitierte von einer anhaltend hohen Nachfrage nach CGI-Dienstleistungen und im Agenturgeschäft und avancierte mit einem Umsatzplus von 36,6 % auf 3,78 Mio. € (VJ: 2,77 Mio. €) zur wichtigsten Auslandsgesellschaft von SYZYGY. Dies ist auch auf die anhaltende Umsatzschwäche der in Großbritannien und den USA tätigen Gesellschaften zurückzuführen, die mit Umsatzerlösen in Höhe von 2,48 Mio. € (VJ: 4,25 Mio. €) ihre rückläufige Umsatzdynamik fortsetzten. Ursächlich

hierfür ist das nach wie vor schwache Neukundengeschäft, das die Budgetkürzungen bei Bestandskunden bzw. Budgetausfälle nicht kompensieren konnte. Nach Unternehmensangaben liegen derzeit jedoch sehr hohe Neukundenanfragen vor, so dass der aktuell erreichte Wert als Bodenbildung zu werten ist.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2024

Trotz der leicht rückläufigen Umsatzentwicklung verbesserte sich das EBIT deutlich auf 2,84 Mio. € (VJ: -1,98 Mio. €). Im Vorjahr waren aufgrund von Anpassungen bei der Beratungsgesellschaft different GmbH Firmenwertabschreibungen in Höhe von 4,21 Mio. € angefallen. Bereinigt um diesen Effekt lag das EBIT im Vorjahr bei 2,23 Mio. €. Damit zeigt die SYZYGY GROUP auch auf Basis des bereinigten EBIT eine überproportionale operative Ergebnisentwicklung.

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



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG; \*bereinigt um Goodwill-AfA iHv. 4,21 Mio. €

Der starke Ergebnisanstieg ist in erster Linie auf die reduzierte Kostenbasis zurückzuführen, die im Rahmen von Kosteneinsparungen bei der different GmbH und den Gesellschaften in UK und den USA erreicht wurde. Dies führte insbesondere bei den Vertriebs- und Marketingkosten sowie bei den allgemeinen Verwaltungskosten zu einer jeweils reduzierten Kostenquote. Die Herstellungskosten der zur Erzielung der Umsatzerlöse erbrachten Leistungen lagen mit 76,4 % (VJ: 77,8 %) ebenfalls unter dem Vorjahreswert, jedoch auf einem historisch hohen Niveau. Nach Angaben der Gesellschaft fanden im ersten Halbjahr 2024 zahlreiche „Neukunden-Pitches“ statt, die mit entsprechend höheren Aufwendungen verbunden waren. Im Ergebnis konnten eine Reihe von Neuaufträgen gewonnen und damit die Basis für steigende Umsätze in den kommenden Quartalen gelegt werden. Dann ist auch mit einer stärkeren Reduzierung der Kostenquoten zu rechnen.

Die EBIT-Steigerung ging mit einer Entlastung des Finanzergebnisses einher, so dass die SYZYGY GROUP das Periodenergebnis auf 1,70 Mio. € (VJ: -3,27 Mio. €) deutlich verbessern konnte. Im Vorjahreszeitraum hatte die Gesellschaft den Bestand an festverzinslichen Wertpapieren stark reduziert, was aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus mit Kursverlusten einherging. Darüber hinaus hat die SYZYGY GROUP die Bankverbindlichkeiten zuletzt auf 3,50 Mio. € (durchschnittlicher Bestand in 2023: 4,75 Mio. €) reduziert, so dass sich das Finanzergebnis auf insgesamt 0,43 Mio. € (VJ: 0,95 Mio. €) verbesserte.

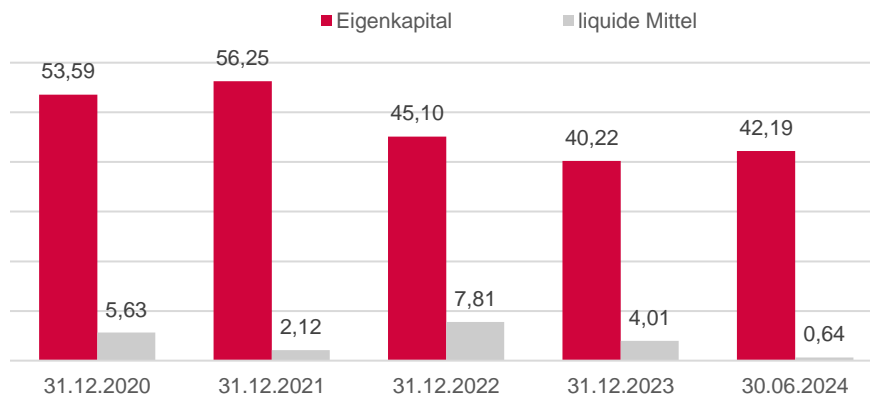
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2024

in Mio. €	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Eigenkapital	45,10	40,22	42,19
EK-Quote (in %)	45,5%	46,1%	52,4%
Goodwill	43,04	38,91	39,17
Operatives Anlagevermögen	26,85	19,93	19,66
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	8,90	4,01	0,64
Cashflow - operativ	12,56	7,07	-0,25
Cashflow - Investition	-1,20	0,18	0,15
Cashflow - Finanzierung	-5,79	-10,90	-3,35

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Die Vermögenslage der SYZYGY GROUP ist zum 30.06.2024 unverändert als gut zu bezeichnen. Das Eigenkapital erhöhte sich aufgrund des positiven Periodenergebnisses auf 42,19 Mio. € (31.12.23: 40,22 Mio. €). Die Eigenkapitalquote verbesserte sich aufgrund der Bilanzverkürzung deutlich auf 52,4 % (31.12.23: 46,1 %) und liegt damit erstmals seit Einführung von IFRS 16 wieder über der 50 %-Marke. Die Entscheidung der Gesellschaft, für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 keine Dividende auszuschütten, führte zu einer Stärkung des Eigenkapitals.

### Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Gleichzeitig entlastete die Aussetzung der Dividende die liquiden Mittel, die im Gegenzug zur Rückführung der Bankverbindlichkeiten verwendet wurden, die um rund 1,00 Mio. € auf 3,50 Mio. € (31.12.2023: 4,50 Mio. €) reduziert wurden. Hier hat sich die Gesellschaft zum Ziel gesetzt, die Bankverbindlichkeiten in absehbarer Zeit vollständig zurückzuführen. Basis hierfür ist der traditionell hohe Free Cashflow, der beispielsweise im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 bei 7,25 Mio. € lag. In den ersten sechs Monaten 2024 lag dieser mit -0,10 Mio. € (VJ: -0,24 Mio. €) knapp im negativen Bereich, was jedoch unterjährig ein gewohntes Bild für die SYZYGY GROUP darstellt. Zu diesem Stichtag kommt es in der Regel zu einem Anstieg der Mittelbindung im Working Capital.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024e (alt)	GJ 2024e (neu)	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	71,74	72,46	72,46	78,26	82,17
EBIT	-0,66	7,25	6,53	8,15	9,06
EBIT-Marge	-0,9%	10,0%	9,0%	10,4%	11,0%
Jahresüberschuss	-2,92	4,48	4,12	5,09	5,72

Quelle: GBC AG

Während die Umsatzentwicklung im ersten Halbjahr 2024 den Erwartungen entsprach, blieb das EBIT leicht hinter den Erwartungen zurück. Dabei entspricht das in den ersten sechs Monaten erreichte Umsatzniveau in Höhe von 34,93 Mio. € knapp der Hälfte des bisher für das Gesamtjahr 2024 prognostizierten Umsatzes, der in etwa auf Vorjahresniveau erwartet wird (GJ 2023: 71,74 Mio. €). Bei der EBIT-Marge in Höhe von 8,1 % besteht noch eine erkennbare Lücke zur bisherigen Unternehmensprognose, die auf Gesamtjahresbasis eine EBIT-Marge von rund 10 % in Aussicht gestellt hatte. In der im Rahmen des Halbjahresberichts 2024 aktualisierten Guidance geht der Vorstand der SYZYGY GROUP nunmehr von einer EBIT-Marge in Höhe von 9 % aus.

Während die Anpassung der Kostenstrukturen in Großbritannien und im Beratungsbereich in Deutschland zu einer generellen Kostenreduktion geführt hat, geht die aktuell sehr hohe Neukundenaktivität mit erhöhten Aufwendungen einher, denen erst zeitverzögert Umsätze gegenüberstehen. Für das zweite Halbjahr 2024 ist daher mit einem höheren Geschäftsvolumen zu rechnen, das einerseits aufgrund von Skaleneffekten mit einer Margenverbesserung einhergehen sollte. Andererseits werden den Kundenakquisitionskosten entsprechende Umsätze gegenüberstehen.

Zu der erwarteten Umsatzsteigerung sollte sukzessive auch das Segment „Transformational Consulting Services“ beitragen, für das sich derzeit wieder ein steigendes Kundeninteresse abzeichnet. Insofern ist hier nach der schwachen Entwicklung der letzten Quartale mit einer zunehmenden Umsatzdynamik zu rechnen. Flankierend dazu sollte auch der Bereich „Digital Experience Services“ zum Umsatzwachstum beitragen und die Umsätze in „UK & US“ wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren. Auch hier profitiert die Gesellschaft von steigenden Neukundenanfragen, die die Budgetkürzungen bei Bestandskunden sukzessive „auffangen“ sollten.

Vor diesem Hintergrund rechnen wir für 2024 unverändert mit Umsatzerlösen in Höhe von 72,46 Mio. €, passen jedoch die EBIT-Prognose an die Unternehmens-Guidance an und erwarten bei einer EBIT-Marge von 9,0 % (bisher: 10,0 %) ein EBIT in Höhe von 6,53 Mio. € (bisher: 7,25 Mio. €). Die Prognosen der kommenden Geschäftsjahre, in denen wir mit einer Umsatzsteigerung in Höhe von 8,0 % (2025e) bzw. 5,0 % (2026e) rechnen und eine sukzessive Steigerung der EBIT-Marge unterstellen, behalten wir unverändert bei.

Ein wichtiger Faktor für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens dürfte die Rückkehr von Frank Wolfram als neuer CEO in den Vorstand der SYZYGY GROUP sein. Er war bereits zwischen 2000 und 2012 Vorstandsmitglied und CTO der SYZYGY GROUP. Unter dem neuen Vorstand, der über ein weitreichendes Netzwerk verfügt, soll die Neukundengewinnung, gepaart mit einem hohen technologischen Verständnis, stärker in den Fokus rücken.

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein unverändertes Kursziel von 7,70 € ermittelt. Dem kurszielmindernden Effekt aus der Prognoseanpassung steht ein kurszielerhöhender Effekt aus dem Rollover des Kurszielhorizonts gegenüber. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die SYZYGY GROUP wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 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 17,4 % (bisher: 17,4 %) 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 2,50 % (bisher: 2,50 %).**

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: 1,17). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,92 % (bisher: 8,92 %) (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 8,37 % (bisher: 8,37 %).

### *Bewertungsergebnis*

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 7,70 € (bisher: 7,70 €) ermittelt. Hier wirken sich zwei Effekte aus, die sich gegenseitig aufheben. Zum einen hat die Prognoseanpassung zu einer Reduzierung des Bewertungsergebnisses geführt. Zum anderen hat die turnusmäßige Verschiebung des Kurszielhorizonts auf den 31.12.2025 (bisher: 31.12.2024) zu einer Erhöhung des Kursziels geführt.

## DCF-Modell

### SYZGY 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	17,3%	ewige EBITA - Marge	12,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,5%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	72,46	78,26	82,17	86,28	90,59	95,12	99,88	104,87	
US Veränderung	1,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,71	4,13	4,24	4,39	4,51	4,65	4,79	4,95	
EBITDA	11,78	13,35	14,26	14,97	15,72	16,50	17,33	18,19	
EBITDA-Marge	16,3%	17,1%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	
EBITA	6,53	8,15	9,06	9,77	10,44	11,11	11,83	12,59	
EBITA-Marge	9,0%	10,4%	11,0%	11,3%	11,5%	11,7%	11,8%	12,0%	12,0%
Steuern auf EBITA	-1,96	-2,44	-2,72	-2,93	-3,13	-3,33	-3,55	-3,78	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,57	5,70	6,34	6,84	7,31	7,78	8,28	8,81	
Kapitalrendite	25,7%	31,0%	32,7%	34,6%	36,4%	37,9%	39,6%	41,3%	41,5%
Working Capital (WC)	-1,10	0,40	0,40	0,42	0,44	0,46	0,49	0,51	
WC zu Umsatz	-1,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Investitionen in WC	-1,00	-1,50	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	19,51	18,97	19,37	19,67	20,07	20,47	20,87	21,17	
AFA auf OAV	-5,25	-5,20	-5,20	-5,20	-5,28	-5,39	-5,50	-5,60	
AFA zu OAV	26,9%	27,4%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	26,8%	
Investitionen in OAV	-4,83	-4,66	-5,60	-5,50	-5,68	-5,79	-5,90	-5,90	
Investiertes Kapital	18,41	19,37	19,77	20,09	20,51	20,93	21,35	21,68	
EBITDA	11,78	13,35	14,26	14,97	15,72	16,50	17,33	18,19	
Steuern auf EBITA	-1,96	-2,44	-2,72	-2,93	-3,13	-3,33	-3,55	-3,78	
Investitionen gesamt	-5,83	-6,16	-5,60	-5,52	-5,70	-5,81	-5,92	-5,93	
Investitionen in OAV	-4,83	-4,66	-5,60	-5,50	-5,68	-5,79	-5,90	-5,90	
Investitionen in WC	-1,00	-1,50	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Earn-Out/Goodwill-Bereinigung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,99	4,74	5,94	6,52	6,88	7,36	7,86	8,49	134,35

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	110,71	115,23
Barwert expliziter FCFs	34,16	32,27
Barwert des Continuing Value	76,55	82,95
Nettoschulden (Net debt)	12,63	10,89
Wert des Eigenkapitals	98,07	104,34
Fremde Gewinnanteile	-0,36	-0,39
Wert des Aktienkapitals	97,71	103,95
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,24	<b>7,70</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

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

WACC **8,4%**

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
40,0%	8,97	8,15	7,47	6,89	6,39
40,7%	9,12	8,28	7,58	6,99	6,49
41,5%	9,26	8,41	<b>7,70</b>	7,10	6,58
42,2%	9,41	8,54	7,82	7,20	6,68
43,0%	9,55	8,67	7,93	7,31	6,77

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



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)