



## **Researchstudie (Update)**

### **Syzygy AG**

S / Z / G /

**Gute Entwicklung in Deutschland kann Schwäche bei  
ausländischen Töchtern nicht ausgleichen,  
Prognosen und Kursziel reduziert**

**Kursziel: 10,80 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

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

## Syzygy AG<sup>\*5a,7,11</sup>

### KAUFEN

**Kursziel: 10,80 €**  
**(bisher: 11,50 €)**

aktueller Kurs: 8,58  
07.08.19 / XETRA / 10:02 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,50  
Marketcap<sup>3</sup>: 115,83  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 107,29  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Pareto Securities AS

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

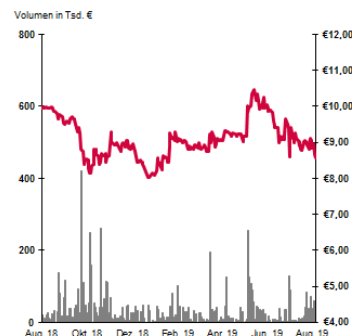
Mitarbeiter: 565 (30.06.2019)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Erwin Greiner, Frank Ladner

Branche: Kommunikation und Technologie



Die SYZYGY Gruppe ist ein international tätiger Kreativ-, Technologie- und Mediadienstleister rund um digitales Marketing. Insgesamt beschäftigt der Konzern inklusive der freien Mitarbeiter rund 600 Personen an Standorten in Deutschland, Großbritannien, Polen und den USA. Zum Konzern gehören neben der SYZYGY AG als Holding zehn Tochtergesellschaften. Die operativen Einheiten der SYZYGY Gruppe decken die komplette Wertschöpfungskette im digitalen Marketing ab: von der strategischen Beratung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung von Markenplattformen, Business Applikationen, Websites, Hosting, digitalen Kampagnen und Mobile Apps. Einen bedeutenden Geschäftsbereich stellen darüber hinaus Performance-Marketing und Media-Services wie Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Affiliate Programme dar. Überdies unterstützt SYZYGY Kunden im Bereich Customer Experience und Usability und begleitet sie durch alle Phasen des User Centered Design Prozesses. Digitale Illustrationen, Virtual Reality (VR) und Augmented Reality (AR) komplettieren das Serviceangebot. Zu den Kunden gehören renommierte Marken wie American Express, Auto-Scout24, AVIS, Barclaycard, BMW, comdirekt bank, Commerzbank, Consorsbank; Daimler, Deutsche Telekom, KfW, Lufthansa, Mazda, o2, Samsung, Techniker Krankenkasse und die VW-Gruppe.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	60,67	65,82	65,68	70,25
EBITDA	6,18	8,18	10,90	12,08
EBIT	4,10	6,07	5,75	7,00
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	4,99	4,72	3,94	5,15

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,39	0,35	0,29	0,38
Dividende je Aktie	0,39	0,40	0,29	0,38

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,77	1,63	1,63	1,53
EV/EBITDA	17,36	13,12	9,85	8,88
EV/EBIT	26,19	17,68	18,67	15,33
KGV	23,22	24,55	29,42	22,51
KBV	2,33	2,14		

### Finanztermine

01.11.19: Zwischenbericht 30.09.19  
25.-27.11.19: EKF  
10.-11.12.19: MKK

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
10.05.2019: RS / 11,50 / KAUFEN  
10.04.2019: RS / 12,15 / KAUFEN  
25.02.2019: RS / 11,70 / KAUFEN  
07.11.2018: RS / 11,70 / KAUFEN  
09.08.2018: RS / 11,70 / 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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die operative Entwicklung der ersten sechs Monate 2019 war bei der Syzygy AG, wie auch schon in den vorangegangenen Berichtsquartalen, heterogen. Während die in Deutschland tätigen Tochtergesellschaften von einer anhaltend guten Auftragslage profitierten und demzufolge ein Umsatzwachstum in Höhe von 3,1 % auf 23,62 Mio. € (VJ: 22,90 Mio. €) erreicht haben, hatte sich die Umsatzschwäche der ausländischen Syzygy-Gesellschaften fortgesetzt. Aufgrund der erwarteten schwachen Entwicklung des Design & Build-Geschäftes in Großbritannien minderten sich die im Ausland erzielten Umsätze um -16,7 % auf 8,86 Mio. € (VJ: 10,63 Mio. €). In Summe bedeutet dies für die Syzygy AG ein 2,0 %iger Umsatzrückgang auf 31,57 Mio. € (VJ: 32,22 Mio. €).
- Die Gesellschaft hat in den vergangenen Berichtsperioden zunehmend den Fokus auf den deutschen Kernmarkt gelegt, was durch die erfolgten Investitionen und zuletzt getätigten Akquisitionen belegt wird. Bei den ausländischen Tochtergesellschaften, die von rückläufigen Umsatzerlösen geprägt waren, hat die Syzygy AG hingegen Anpassungsmaßnahmen, wie etwa die Reduktion des Personalbestandes in Großbritannien auf 74 Mitarbeiter (VJ: 104 Mitarbeiter) vorgenommen. Darüber hinaus wurden die operativen Strukturen in UK neu aufgesetzt. Die damit einhergehenden Aufwendungen, zusammen mit der anhaltenden Umsatzschwäche, hatten bei den ausländischen Gesellschaften ein negatives EBIT in Höhe von -0,14 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €) nach sich gezogen. Trotz deutlichem Ergebnisanstieg in Deutschland entwickelte sich das Konzern-EBIT daher mit 2,81 Mio. € (VJ: 2,79 Mio. €) vergleichsweise konstant. Die erstmalige Anwendung von IFRS 16 hatte das EBIT um rund 0,1 Mio. € positiv beeinflusst, das Nachsteuerergebnis hingegen um 0,2 Mio. € belastet. Dies erklärt den Rückgang des Periodenergebnisses auf 2,05 Mio. € (VJ: 2,24 Mio. €).
- Das Syzygy-Management erkennt für das zweite Halbjahr 2019 keine positiven Impulse im UK-Geschäft und geht zudem von höheren Restrukturierungsaufwendungen als bisher geplant aus. Die bisherige Guidance, wonach ein Umsatzwachstum in einem hohen einstelligen Prozentbereich sowie eine leichte überproportionale EBIT-Steigerung erwartet waren, wurde reduziert. Nunmehr rechnet das Management mit einer gegenüber dem Geschäftsjahr 2018 konstanten Umsatzentwicklung und einer EBIT-Marge von 8 – 9%, was einer rückläufigen EBIT-Entwicklung gleichkommen würde.
- Entsprechend der reduzierten Unternehmensguidance haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen gemindert. Ausgehend von Umsatzerlösen in Höhe von 65,68 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 70,09 Mio. €) rechnen wir für 2019 mit einem EBIT in Höhe von 5,75 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 6,80 Mio. €). Auf Basis der niedrigeren Umsatzerlöse dürften die Umsätze im kommenden Geschäftsjahr 2020 niedriger als bislang von uns angenommen ausfallen. Aufgrund wegfallender Restrukturierungsaufwendungen sollte die EBIT-Marge in 2020 einen Wert von 10 % erreichen.
- Die Reduktion unserer konkreten Prognosen haben entsprechend zu einer Anpassung des Bewertungsergebnisses geführt. Trotz des kurzzielerhöhenden Roll-Over-Effektes haben wir dabei ein niedrigeres Kursziel in Höhe von 10,80 € (bisher: 11,50 €) ermittelt. Zu berücksichtigen ist zudem unsere angepasste Dividendenprognose. Wir rechnen zwar weiterhin mit einer Vollausschüttung, die Dividende dürfte sich jedoch aufgrund des rückläufigen Nachsteuerergebnisses ebenfalls rückläufig entwickeln. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

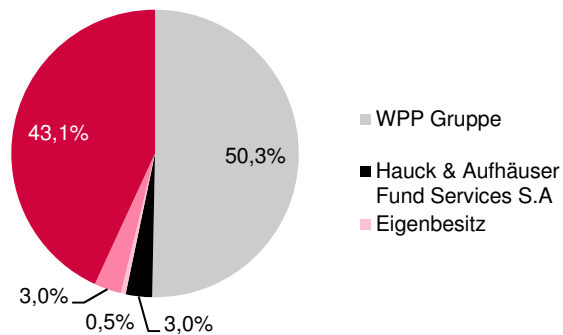
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur zum 30.06.2019 .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2019 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2019.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019 .....	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

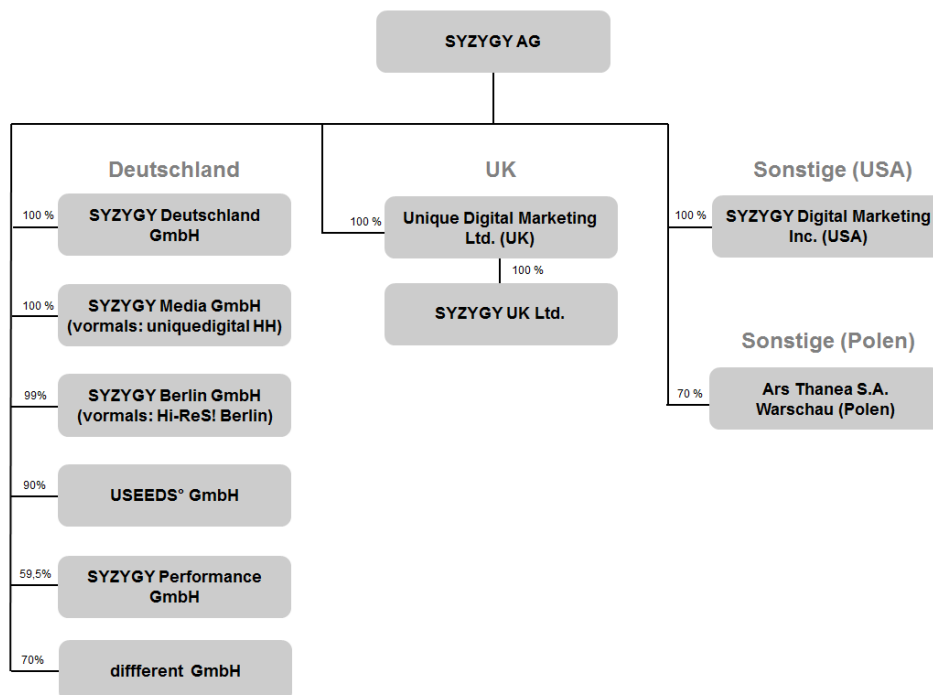
### Aktionärsstruktur zum 30.06.2019

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Hauck & Aufhäuser	3,0%
Eigenbesitz	0,5%
HANSAINVEST	3,0%
Freefloat	43,1%

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Referenzkunden (Auswahl)



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2019

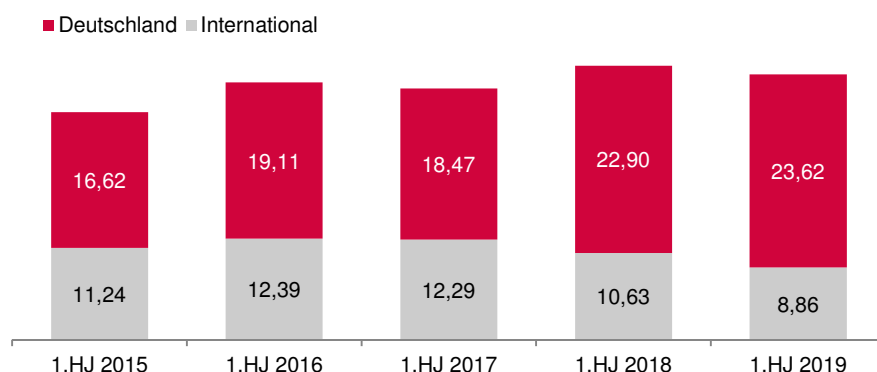
in Mio. €	1.HJ 2017	1.HJ 2018	1.HJ 2019
Umsatzerlöse	30,28	32,22	31,57
davon in Deutschland	18,47	22,90	23,62
davon International	12,29	10,63	8,86
EBITDA (EBITDA-Marge)	2,91 (9,6%)	3,94 (12,2%)	5,35 (16,9%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,11 (7,0%)	2,79 (8,7%)	2,81 (8,9%)
Periodenergebnis	2,59	2,24	2,05

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2019

Das abgelaufene zweite Quartal 2019 war bei der Syzygy AG von rückläufigen Umsatzerlösen geprägt, nachdem noch in den Vorquartalen jeweils positive Wachstumsraten erreicht wurden. Die um 5,5 % niedrigeren Umsatzerlöse im zweiten Quartal waren dabei verantwortlich für den Umsatzrückgang auf Halbjahresbasis in Höhe von -2,0 % auf 31,57 Mio. € (VJ: 32,22 Mio. €). Der Trend, wonach die im Ausland tätigen Tochtergesellschaften, hier insbesondere das Design & Build-Geschäft in Großbritannien, von einem deutlich rückläufigen Geschäft geprägt waren, hat sich dabei mit einem Umsatzrückgang in Höhe von -16,7 % auf 8,86 Mio. € (VJ: 10,63 Mio. €) nochmals verstärkt. Diese Entwicklung ist auch als eine umgesetzte Fokussierung auf das Geschäft in Deutschland zu verstehen. Als Antwort auf die Umsatzschwäche in Großbritannien hatte das Syzygy-Management aktiv Personal abgebaut. Gegenüber dem Vorjahr wurde der Personalbestand in Großbritannien von 104 auf 74 Mitarbeiter deutlich reduziert. Darüber hinaus wurden die operativen Strukturen in Großbritannien neu ausgerichtet. Die englischen Tochtergesellschaften decken nun die Dienstleistungsbereiche Strategie, User Experience, Customer Experience sowie Data des Design & Build-Geschäftes ab. Die technische Umsetzung wird nun von Tochtergesellschaften in Deutschland bzw. Polen übernommen.

### Umsatzerlöse (in Mio. €)



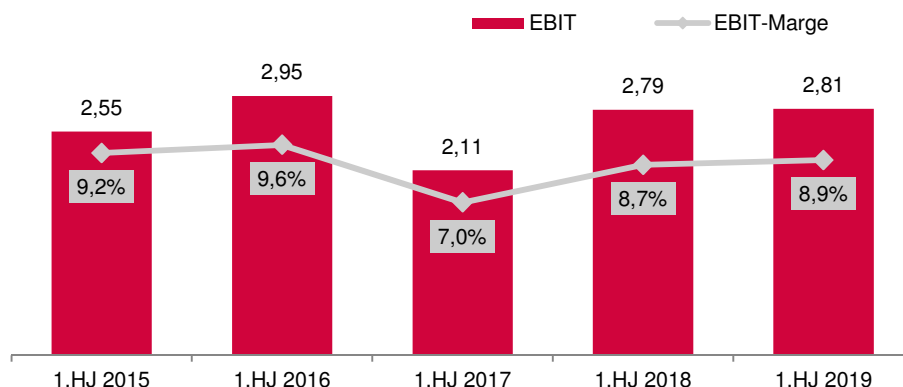
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der Umsatzschwäche im Ausland steht eine weiterhin positive Umsatzentwicklung in Höhe von 3,1 % auf 23,62 Mio. € (VJ: 22,90 Mio. €) der deutschen Gesellschaften gegenüber. Untermauert wird der Erfolg der deutschen Gesellschaften von einigen Neukundengewinnen. Im März 2019 hatte die Gesellschaft beispielsweise eine neue Kooperation mit der Lufthansa Group, für die die Syzygy AG künftig als Leadagentur fungieren wird, bekannt gegeben.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019

Die rückläufigen Umsatzerlöse wurden von einer weitestgehend konstanten Entwicklung des EBIT in Höhe von 2,81 Mio. € (VJ: 2,79 Mio. €) begleitet. Auch unter Berücksichtigung des leicht positiven Effektes aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 in Höhe von 0,1 Mio. €, weist die Syzygy AG ein vergleichsweise konstantes operatives Ergebnis auf. Dabei trugen ausschließlich die deutschen Gesellschaften mit 3,23 Mio. € (VJ: 2,85 Mio. €) zum Konzern-EBIT bei, während bei den ausländischen Töchtern, aufgrund der umgesetzten Restrukturierungen, ein EBIT in Höhe von -0,14 Mio. € (VJ: 0,46 Mio. €) ausgewiesen wurde. Auch wenn der EBIT-Break-Even in UK nicht erreicht werden sollte, ist dennoch von einer Verbesserung der Ergebnissituation in den kommenden Quartalen auszugehen. Die offensichtliche Verbesserung der EBIT-Marge auf 13,7 % (VJ: 12,4 %) in Deutschland ist auf Skaleneffekte und Effizienzverbesserungen zurückzuführen.

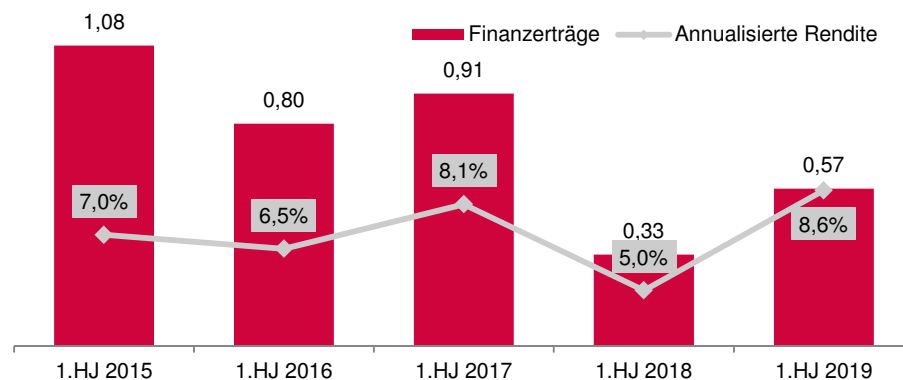
### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Das Nachsteuerergebnis ist mit 2,05 Mio. € (VJ: 2,24 Mio. €) zwar auf dem ersten Blick rückläufig, hier gilt es jedoch einen negativen Effekt in Höhe von 0,2 Mio. € aus der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 zu berücksichtigen. Bereinigt um diesen Effekt, hätte die Syzygy AG auch auf dieser Ergebnisposition eine konstante Entwicklung erreicht. Nachdem das EBIT durch die erstmalige IFRS16-Anwendung um 0,1 Mio. € zu hoch lag, war das Finanzergebnis um 0,3 Mio. € negativ beeinflusst. Ohne diesen Effekt hätte die Gesellschaft ein Finanzergebnis in Höhe von rund 3,0 Mio. € ausgewiesen. Die Finanzerträge in Höhe von 0,57 Mio. € (VJ: 0,33 Mio. €) entsprechen dabei einer erneut hohen annualisierten Rendite (auf den durchschnittlichen Wertpapierbestand) von 8,6 % (VJ: 5,0 %).

### Finanzerträge (in Mio. €) und annualisierte Rendite (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019

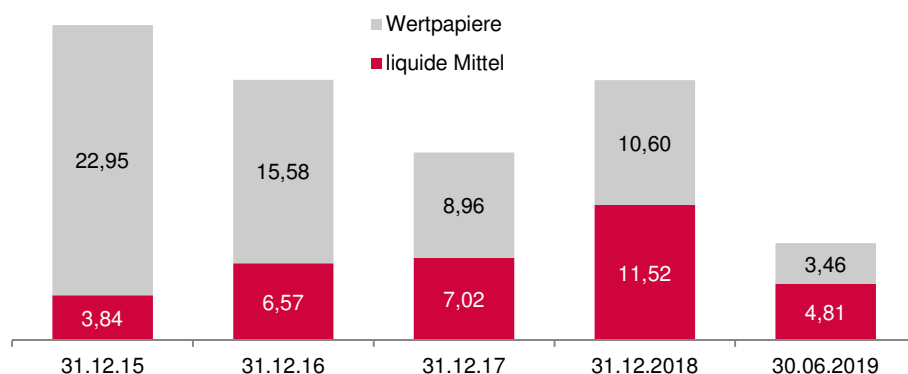
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital	55,93	54,00	50,67
EK-Quote (in %)	53,5%	49,3%	41,4%
Goodwill	58,17	58,12	57,71
Operatives Anlagevermögen	7,83	6,93	32,42
Working Capital	-4,22	-17,03	-5,97
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	15,98	22,12	8,28
Cashflow - operativ	4,78	16,36	-6,22
Cashflow - Investition	-3,87	-4,95	5,78
Cashflow - Finanzierung	-0,27	-6,96	-6,28

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Das bilanzielle Bild der Syzygy AG hat sich mit der Anwendung von IFRS 16 verändert. Erstmals wurden dabei die Miet- und Leasingverhältnisse als Vermögensposition sowie in gleicher Höhe als langfristige Verbindlichkeit in Höhe von jeweils 25,8 Mio. € berücksichtigt. Eine Folge der sich daraus ergebenden Bilanzverlängerung ist beispielsweise ein Rückgang der Eigenkapitalquote auf 41,4 % (31.12.18: 49,3 %). Dieser Rückgang wurde zudem durch die turnusmäßige Dividendenausschüttung in Höhe von 5,99 Mio. €, der lediglich ein Periodenergebnis in Höhe von 2,09 Mio. € gegenübersteht, verstärkt, was zu einer Minderung des Eigenkapitals auf 50,67 Mio. € (31.12.18: 54,00 Mio. €) geführt hatte.

Die Dividendenausschüttung sowie der negative Cashflow aus operativer Tätigkeit in Höhe von -6,22 Mio. € (VJ: 4,89 Mio. €) waren hauptsächlich für den Rückgang der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 8,28 Mio. € (VJ: 22,12 Mio. €) verantwortlich. Ausschlaggebend für den niedrigen operativen Cashflow war ein Anstieg des Working Capitals, als Resultat einer rückläufigen Entwicklung der erhaltenen Anzahlungen und der kurzfristigen Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Zum Jahresende 2018 hatte die SYZYGY AG, aufgrund des deutlichen Working Capital-Rückgangs, einen hohen operativen Cashflow ausgewiesen. Somit ist die aktuelle Entwicklung als normale gegenläufige Bewegung dazu zu sehen.

### Entwicklung liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Ein so starker Anstieg des Working Capitals sollte sich in den Folgequartalen nicht wiederholen, was zu einem entsprechenden Anstieg der liquiden Mittel führen dürfte.



## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 19e (alt)	GJ 19e (neu)	GJ 20e (alt)	GJ 20e (neu)
Umsatzerlöse	65,82	70,09	65,68	77,10	70,25
EBIT	6,07	6,80	5,75	7,73	7,00
EBIT-Marge	9,2%	9,7%	8,8%	10,0%	10,0%
Jahresüberschuss	4,89	4,96	3,94	5,69	5,15
EPS in €	0,35	0,37	0,29	0,42	0,38
Dividende in €	0,40	0,41	0,29	0,42	0,38

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes hat das SYZYGY-Management die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2019 reduziert. Während noch bislang für das Gesamtjahr mit einem Umsatzwachstum in einem hohen einstelligen Prozentbereich gerechnet wurde, werden die Umsatzerlöse, aufgrund der höheren Restrukturierungsaufwendungen bei den UK-Gesellschaften, nunmehr auf Höhe des Vorjahresniveaus (65,82 Mio. €) erwartet. Die EBIT-Marge sollte in einer Bandbreite zwischen 8 – 9 % ausfallen und damit unter dem Vorjahresniveau liegen. Bislang war eine leicht überproportionale EBIT-Steigerung erwartet worden.

Die Prognosereduktion ist insbesondere angesichts der rückläufigen Umsatzentwicklung sowie der konstanten Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres 2019 nachvollziehbar. Die Schwäche der in Großbritannien tätigen Gesellschaften sollte sich gemäß Unternehmensangaben auch im zweiten Halbjahr fortsetzen. Hier liegt eine weiterhin spürbare konjunkturelle Unsicherheit über die Ausgestaltung des Brexit vor, was sich unter anderem in einer sehr verhaltenen Investitionsbereitschaft niederschlägt. Entsprechend niedrig fallen die Auftragseingänge der UK-Gesellschaften aus, wodurch eine anhaltende Schwäche für das zweite Halbjahr sehr wahrscheinlich ist.

Da die Syzygy AG rund 30 % der Umsatzerlöse mit Kunden aus dem Automobilbereich erwirtschaftet, dürfte die abnehmende Investitionsbereitschaft in diesem Segment das Wachstum der deutschen Gesellschaften etwas dämpfen. Dennoch rechnen wir, aufgrund der Gewinnung namhafter Neukunden wie Lufthansa, wo die Syzygy AG zur Leadagentur ernannt wurde, Daimler Financial Services, Deutsche Bahn, Huawei, PayPal, Porsche und Viega mit einem Umsatzwachstum der deutschen Gesellschaften. Dieses dürfte jedoch nicht ausreichen, um die Schwäche in Großbritannien auszugleichen.

Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für das laufende und als Folge daraus für das kommende Geschäftsjahr entsprechend der Unternehmens-Guidance reduziert. Ausgehend von einer konstanten Umsatzentwicklung rechnen wir dabei mit einem Rückgang des operativen Ergebnisses auf 5,75 Mio. € (VJ: 6,07 Mio. €). Für das kommende Geschäftsjahr sollten insbesondere die gewonnenen Neukunden für ein Umsatzwachstum sorgen und wir gehen von einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 10,0 % aus. Der Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen in UK und damit ein erwarteter EBIT-Break-Even dieser Gesellschaften sollten entsprechend für eine überproportionale Ergebnisentwicklung sorgen.

Die Reduktion unserer konkreten Prognosen haben entsprechend zu einer Anpassung des Bewertungsergebnisses geführt. Trotz des kurzzielerhöhenden Roll-Over-Effektes haben wir dabei ein niedrigeres Kursziel in Höhe von 10,80 € (bisher: 11,50 €) ermittelt. Zu berücksichtigen ist zudem unsere angepasste Dividendenprognose. Wir rechnen zwar weiterhin mit einer Vollausschüttung, die Dividende dürfte sich jedoch aufgrund des rückläufigen Nachsteuerergebnisses ebenfalls rückläufig entwickeln.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,0 % (bisher: 12,1 %) angenommen. Die höhere Zielmarge ist dabei als eine Folge der erstmaligen IFRS 16-Anwendung zu sehen, welche wir jedoch in der Cash-flow-Berechnung bereinigt haben. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### ***Bestimmung der Kapitalkosten***

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 1,25 %).**

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 1,07 (bisher: 1,07). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,62) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,12 % (bisher: 7,12 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,12 % (bisher: 7,12 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Aufgrund der vorgenommenen Prognosereduktion für den konkreten Schätzzeitraum 2019 und 2020 haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 10,80 € (bisher: 11,50 €) ermittelt.

## DCF-Modell

### SYZGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	12,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,1%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	-2,6%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	65,68	70,25	75,17	80,43	86,06	92,08	98,53	105,43	
US Veränderung	-0,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,57	3,19	3,97	4,86	5,85	6,91	8,05	9,23	
EBITDA	10,90	12,08	12,03	12,87	13,77	14,73	15,76	16,87	
EBITDA-Marge	16,6%	17,2%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	5,75	7,00	6,95	8,50	9,95	11,33	12,69	14,04	
EBITA-Marge	8,7%	10,0%	9,2%	10,6%	11,6%	12,3%	12,9%	13,3%	12,3%
Steuern auf EBITA	-1,44	-1,75	-1,94	-2,38	-2,79	-3,17	-3,55	-3,93	
zu EBITA	25,0%	25,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	4,31	5,25	5,00	6,12	7,16	8,16	9,13	10,11	
Kapitalrendite	-42,6%	28,3%	25,0%	36,1%	49,6%	65,3%	83,6%	104,4%	109,6%
Working Capital (WC)	-7,00	-2,00	-1,95	-2,09	-2,24	-2,39	-2,56	-2,74	
WC zu Umsatz	-10,7%	-2,8%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	
Investitionen in WC	-10,03	-5,00	-0,05	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	25,58	22,00	18,91	16,54	14,72	13,32	12,24	11,42	
AFA auf OAV	-5,15	-5,08	-5,08	-4,37	-3,82	-3,40	-3,08	-2,83	
AFA zu OAV	20,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	
Investitionen in OAV	-23,80	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	18,58	20,00	16,96	14,45	12,49	10,93	9,68	8,68	
EBITDA	10,90	12,08	12,03	12,87	13,77	14,73	15,76	16,87	
Steuern auf EBITA	-1,44	-1,75	-1,94	-2,38	-2,79	-3,17	-3,55	-3,93	
Investitionen gesamt	-35,13	-12,86	-2,05	-4,75	-6,06	-1,84	-1,83	-1,82	
Investitionen in OAV	-23,80	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-10,03	-5,00	-0,05	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	
Earn-Out-Zahlungen	-1,30	-6,36	0,00	-2,89	-4,20	0,00	0,00	0,00	
nicht liquiditätswirksame Effekte	18,80	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	
Freie Cashflows	-6,87	-5,73	4,84	2,54	1,73	6,52	7,18	7,92	182,40

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	129,24	144,16
Barwert expliziter FCFs	16,51	23,42
Barwert des Continuing Value	112,73	120,75
Nettoschulden (Net debt)	-10,35	-1,33
Wert des Eigenkapitals	139,59	145,50
Fremde Gewinnanteile	0,29	0,30
Wert des Aktienkapitals	139,88	145,80
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,36	10,80

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,07
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
108,1%	13,45	11,91	10,68	9,67	8,83
108,8%	13,53	11,98	10,74	9,72	8,88
109,6%	13,62	12,05	10,80	9,78	8,93
110,3%	13,70	12,12	10,86	9,83	8,98
111,1%	13,78	12,19	10,92	9,89	9,03

## 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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**

**Matthias Greiffenberger, 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)