



## **Researchstudie (Update)**

### **Syzygy AG**

# SYZYGY GROUP

**1.HJ 2022: Deutliches Umsatzwachstum erreicht, Ergebnis auf Vorjahresniveau;  
Umsatz-Guidance für Geschäftsjahr 2022 leicht angehoben,  
Ergebnis-Guidance leicht reduziert**

**Kursziel: 9,50 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 12

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>1,5a,7,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 9,50 €  
(bisher: 10,40 €)

aktueller Kurs: 5,66  
10.08.22 / XETRA / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,50  
Marketcap<sup>3</sup>: 76,41  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 70,93  
<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

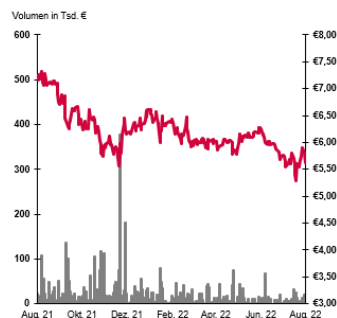
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: rund 600 (30.06.2022)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Franziska von Lewinski, Erwin Greiner,  
Frank Ladner



Die SYZYGY GROUP schafft bessere Erlebnisse durch Digitalisierung und Transformation. So bringt sie Menschen und Marken zusammen, digitalisiert Strukturen und Organisationen und entwickelt neue Produkte, Services und Geschäftsmodelle. Mit über 550 Expert:innen für Human Experiences, Consulting, Design, Technologie und Performance formt die SYZYGY GROUP eine nachhaltige digitale Kultur, um das Heute und das Morgen positiv zu verändern und Marken und Unternehmen zu entwickeln. SYZYGY wurde 1995 gegründet und ist in vier Ländern mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Seit 2000 ist die SYZYGY AG im Prime Standard börsennotiert. Zur SYZYGY GROUP gehören der Beratungs- und Umsetzungspartner für Transformation in Marketing und Vertrieb **SYZYGY**, der Enterprise Technologie-Spezialist **SYZYGY Techsolutions**, der Performance Marketing und Media-Spezialist **SYZYGY Performance** und der VR-Spezialist **SYZYGY Xrealities**. Zudem gehört die Strategie- und Business Design Beratung **different** und das Design Studio **Ars Thanea** zur SYZYGY GROUP. Gemeinsam betreut die SYZYGY GROUP Marken wie Bosch, BMW, Commerzbank, Consorsbank, Daimler, Deliveroo, Eucerin, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, MINI Deutschland, mobile.de, o2, PayPal, Porsche, Techniker Krankenkasse, Volkswagen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	60,12	67,34	73,15	78,27
EBITDA	14,57	12,05	13,51	13,92
EBIT	6,38	6,30	7,86	8,52
Jahresüberschuss	4,02	3,67	4,86	5,33

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,30	0,27	0,36	0,39
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,30	0,30

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,18	1,05	0,97	0,91
EV/EBITDA	4,87	5,89	5,25	5,10
EV/EBIT	11,12	11,27	9,03	8,33
KGV	19,00	20,85	15,71	14,35
KBV	1,36			

### Finanztermine

28.10.22: Q3-Bericht 2022  
15-16.11.22: MKK – Münchner Kapitalmarkt Konferenz  
28-30.11.22: EK-Forum

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

06.05.2022: RS / 10,40 / KAUFEN

12.04.2022: RS / 10,40 / KAUFEN

04.02.2022: RS / 10,25 / KAUFEN

08.11.2021: RS / 10,20 / KAUFEN

04.08.2021: RS / 10,20 / 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 13

## EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten sechs Monaten 2022 hat die SYZYGY AG mit Umsatzerlösen in Höhe von 34,40 Mio. € (VJ: 30,04 Mio. €) einen dynamischen Umsatzanstieg in Höhe von 14,4 % erreicht. Es wird demnach ersichtlich, dass die auf der Gewinnung von Neukunden bzw. auf der Budgetausweitung bestehender Kunden ausgerichtete Strategie „Früchte trägt“. Mit Blick auf die regionale Umsatzaufteilung wird sichtbar, dass sowohl die in Deutschland tätigen Gesellschaften als auch die Auslandstöchter gleichermaßen zum Umsatzanstieg beigetragen haben.
- In Deutschland hat die SYZYGY AG einen Anstieg der Umsätze in Höhe von 15,0 % auf 27,16 Mio. € (VJ: 23,60 Mio. €) erreicht. Hier hat die Gesellschaft relevante Neukundengewinne, darunter die Bundesregierung, die Frankfurter Buchmesse, Miles & More oder HILTI verzeichnet. Im Ausland legten die Umsatzerlöse um 13,4 % auf 8,10 Mio. € (VJ: 7,14 Mio. €) ebenfalls deutlich zu. Hier haben unter anderem die in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgreich durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen zum Erfolg beigetragen. Es konnten neue Kunden gewonnen sowie insbesondere die Umsätze mit Bestandskunden ausgeweitet werden und die Gesellschaft profitierte zudem von einer hohen Nachfrage nach CGI-Leistungen bei der polnischen Tochtergesellschaft.
- Die auf Umsatzwachstum ausgerichtete Strategie geht mit einem Anstieg der operativen Kosten einher. Diese hängen einerseits mit dem Ausbau der Belegschaft zusammen. Innerhalb der vergangenen 12 Monate wurde die Mitarbeiterzahl um 63 auf 567 deutlich gesteigert. Darüber hinaus war, angesichts der höheren Projektanzahl, des hohen Krankenstandes bei der Belegschaft sowie des noch ausbaufähigen Personalbestandes, ein erhöhter Einsatz von Freelancern notwendig geworden. In Summe hat dies eine überproportionale Kostensteigerung und damit eine nur konstante Entwicklung des EBIT zu rFolge gehabt. Bei einem EBIT in Höhe von 3,10 Mio. € (VJ: 3,10 Mio. €) reduzierte sich die EBIT-Marge folglich auf 9,0 % (VJ: 10,3 %).
- Vor diesem Hintergrund hat das SYZYGY-Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2022 leicht angepasst. Es wird nunmehr mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12 % gerechnet, was einer leichten Anhebung der bisherigen Guidance (10 %) gleichkommt. Auf der anderen Seite wird jedoch eine EBIT-Marge von 8 % bis 10 % in Aussicht gestellt, gegenüber einer bisher erwarteten EBIT-Marge in Höhe von 10 %. Insofern ist die aktualisierte Unternehmenserwartung als eine erwartete Fortsetzung der Entwicklung des ersten Halbjahres 2022 zu sehen.
- Wir passen unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2022 an die leicht geänderte Unternehmens-Guidance an, während wir die Prognosen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 unverändert lassen. Gemäß Unternehmens-Angaben macht sich die aktuelle konjunkturelle Eintrübung insbesondere bei den Automotive-Kunden bemerkbar, steigende Umsätze mit Kunden anderer Branchen konnten diesen Rückgang überkompensieren. Für 2022 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 67,34 Mio. € (bislang: 66,50 Mio. €) und ein EBIT in Höhe von 6,30 Mio. € (VJ: 6,95 Mio. €).
- Im Rahmen unseres um die 2022er Schätzungen angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,50 € (bisher: 10,40 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist nur geringfügig auf die leicht geminderten Ergebnisschätzungen für 2022 zurückzuführen. Überwiegend hatte hier die Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,25 %) zu einer Anhebung des WACC und damit zur Kurszielminderung geführt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

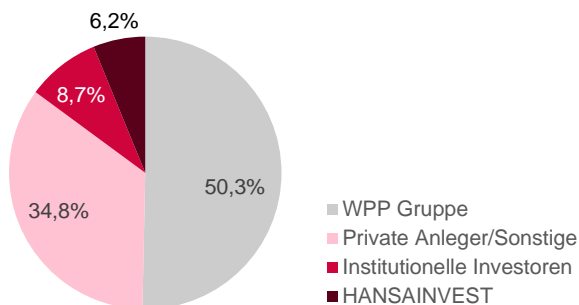
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur zum 30.06.2022 .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2022 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2022.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022 .....	8
<b>Prognosen und Bewertung.....</b>	<b>9</b>
Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
DCF-Modell.....	11
<b>Anhang .....</b>	<b>12</b>

## UNTERNEHMEN

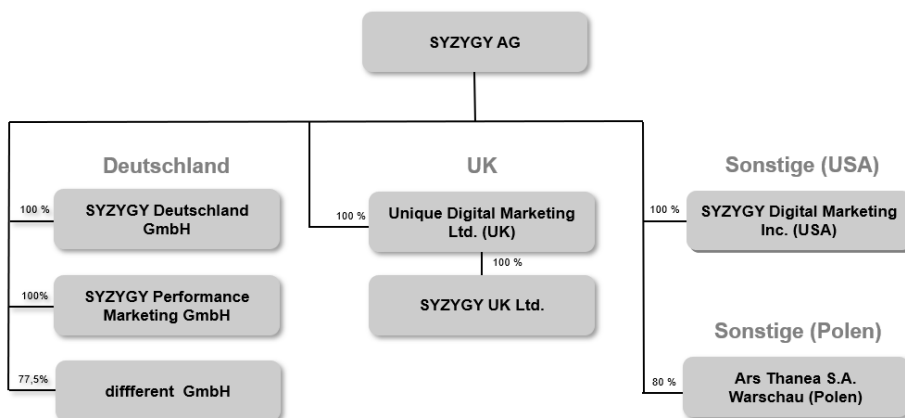
### Aktionärsstruktur zum 30.06.2022

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

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

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

### Referenzkunden (Auswahl)



## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2022

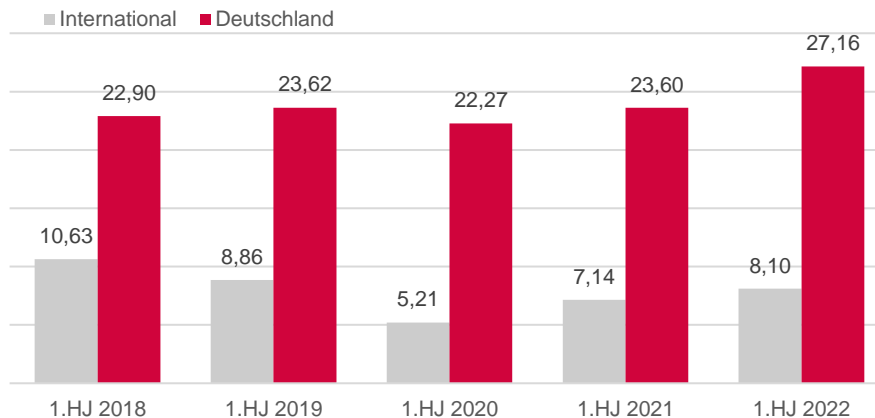
in Mio. €	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	26,95	30,04	34,40
davon in Deutschland	22,27	23,60	27,16
davon International	5,21	7,14	8,10
EBIT (EBIT-Marge)	1,55 (5,7%)	3,10 (10,3%)	3,10 (9,0%)
Periodenergebnis	0,81	2,03	1,79

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2022

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 34,40 Mio. € (VJ: 30,04 Mio. €) hat die SYZYGY AG ein dynamisches Umsatzwachstum in Höhe von 14,4 % erwirtschaftet und gleichzeitig den während der Corona-Pandemie entstandenen Umsatzrückgang, deutlich überkompensiert. Gemäß Unternehmensprognose rechnet das SYZYGY-Management für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit einem Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 12% und damit liegt das bislang erreichte Wachstumstempo über der Unternehmens-Guidance. Diese Entwicklung reflektiert die aktuelle auf der Gewinnung von Kunden und damit auf Umsatzwachstum ausgelegte Unternehmens-Strategie.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Mit Blick auf die regionale Umsatzaufteilung wird ersichtlich, dass die Gesellschaft in der Lage war, in allen Regionen einen sichtbaren Umsatzanstieg zu erreichen. In Deutschland lag der Umsatzanstieg bei 15,0 % auf 27,16 Mio. € (VJ: 23,60 Mio. €). Bereits in den vergangenen Berichtsperioden hatte die SYZYGY AG hier Neukundengewinne verzeichnet, wodurch die Umsatzbasis allgemein angestiegen ist. Zu den gewonnenen Neukunden zählen beispielsweise die Bundesregierung, die Frankfurter Buchmesse, Miles & More, Hymer oder HILTI.

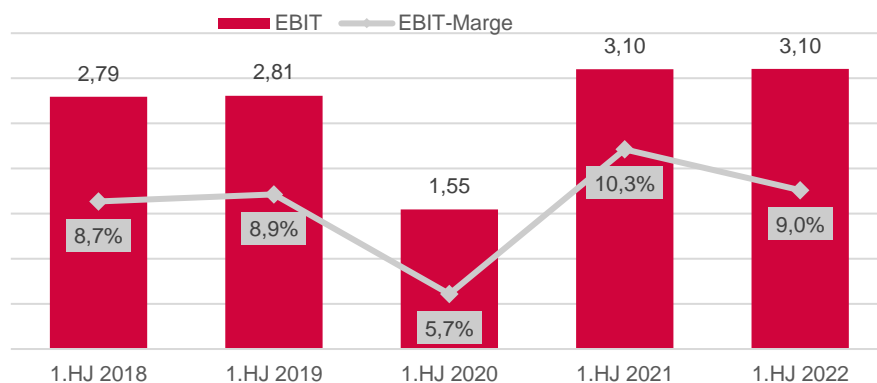
Hervorzuheben ist zudem der abermalige Anstieg der im Ausland erwirtschafteten Umsätze um 13,4 % auf 8,10 Mio. € (VJ: 7,14 Mio. €). Auf Halbjahresbasis ist dies der zweite Umsatzanstieg in Folge, nachdem zuvor über vier Perioden hinweg deutliche Umsatzrückgänge verzeichnet wurden. Die in UK und in den USA implementierten Restrukturierungen hatten zu einer Belebung des Neukundengeschäfts und zu einer Straffung der Kostenstruktur geführt, einhergehend mit einer deutlichen Erholung der Umsätze. In UK wurde beispielsweise, obwohl die Vorjahresperiode von hohen Umsätzen mit dem Kunden PayPal geprägt war, ein Umsatzanstieg in Höhe von 5,2 % auf 4,54 Mio. € (VJ: 4,32 Mio. €) erreicht. Bei den sonstigen Segmenten (Polen, USA) dürfte besonders die Nach-

frage nach CGI-Leistungen der polnischen Tochter Ars Thanea zu einem Umsatzanstieg in Höhe von 26,0 % auf 3,56 Mio. € (VJ: 2,83 Mio. €) geführt haben.

## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2022

Angesichts des erreichten Umsatzwachstums in Höhe von 14,4 % weist die Gesellschaft mit einem EBIT in Höhe von 3,10 Mio. € (VJ: 3,10 Mio. €) eine nur konstante operative Ergebnisentwicklung auf. Damit reduzierte sich die EBIT-Marge auf 9,0 % (VJ: 10,3 %).

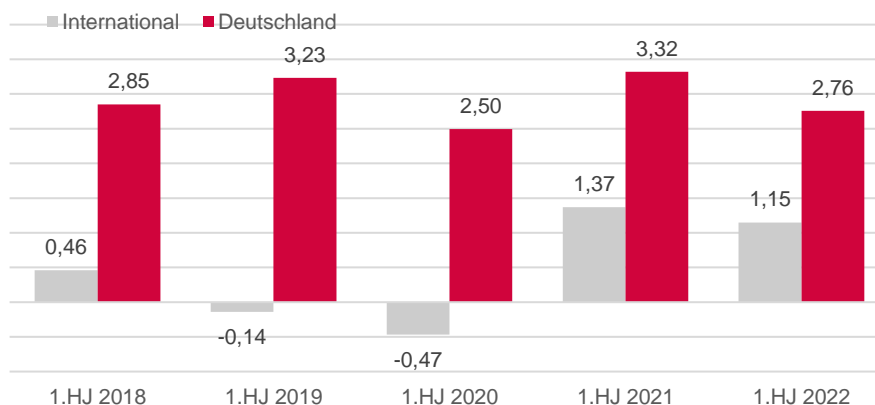
### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die daraus herauslesbare überproportionale Kostensteigerung ist ausschließlich bei den Estandskosten der erbrachten Leistungen, die um 19,1 % auf 25,56 Mio. € (VJ: 21,46 Mio. €) signifikant zugelegt haben, zu finden. Hier dürften zwei Faktoren eine wichtige Rolle gespielt haben. Einerseits wurde der Personalaufbau, als wichtiger Bestandteil der Wachstumsstrategie, fortgesetzt. Per 30.06.2022 belief sich der Personalbestand auf 567, was innerhalb der vergangenen zwölf Monate einem Anstieg von 63 Mitarbeitern gleichkommt. Die Integration neuer Mitarbeiter geht in der Regel mit erhöhten Aufwendungen einher. Auf der anderen Seite musste die SYZYGY AG weiter im erhöhten Maße auf Freelancer zurückgreifen. Die hohe Projektanzahl, aber auch ein hoher Krankenstand bei den eigenen Mitarbeitern, hatte dies notwendig gemacht.

### Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die ergriffenen Restrukturierungsmaßnahmen in UK und in den USA haben zu einer Senkung der operativen Kostenbasis geführt. Aus Sicht eines ersten Halbjahres haben

die im Ausland tätigen Gesellschaften damit zum zweiten Mal in Folge mit 1,15 Mio. € (VJ: 1,40 Mio. €) einen positiven Ergebnisbeitrag geleistet. Die erwähnten Kostensteigerungen im Zusammenhang mit dem erhöhten Einsatz von Freelancern hatten insbesondere die deutschen Gesellschaften betroffen, was hier zu einem Rückgang des EBIT auf 2,76 Mio. € (VJ: 3,32 Mio. €) geführt hatte.

Unterm Strich liegt das Periodenergebnis mit 1,79 Mio. € (VJ: 2,03 Mio. €), aufgrund der dargestellten Ergebnisentwicklung, unter dem Vorjahreswert. Eine negative Auswirkung auf das Nachsteuerergebnis hatte zudem der Rückgang des Finanzergebnisses auf -0,64 Mio. € (VJ: -0,39 Mio. €).



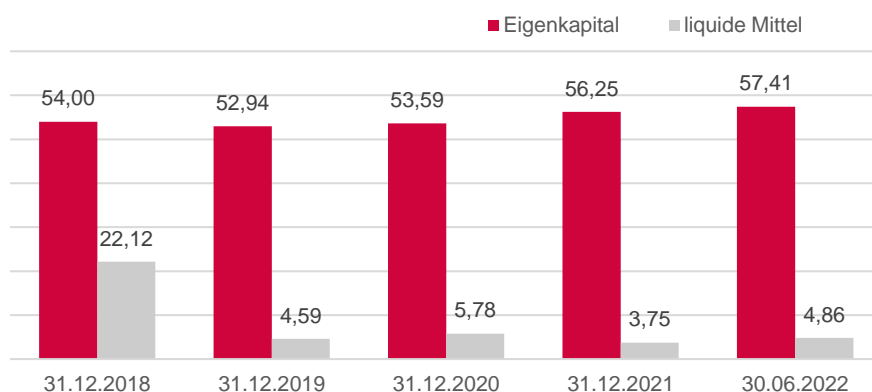
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital	53,59	56,25	57,41
EK-Quote (in %)	47,6%	49,6%	52,1%
Goodwill	57,35	55,02	54,79
Operatives Anlagevermögen	30,70	29,67	27,62
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	5,78	3,75	4,86
Cashflow - operativ	10,01	8,14	-0,05
Cashflow - Investition	-3,56	-4,51	-1,06
Cashflow - Finanzierung	-1,94	-7,09	2,67

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Das Vermögensbild der SYZYGY AG weist nur geringfügige Veränderungen auf. Das positive Nachsteuerergebnis hatte dabei zu einem weiteren Anstieg des Eigenkapitals auf 57,41 Mio. € (31.12.21: 56,25 Mio. €) geführt und die entsprechende EK-Quote erhöhte sich, auch aufgrund der leicht rückläufigen Bilanzsumme, auf 52,1 % (31.12.21: 49,6 %). In der Regel beteiligt die SYZYGY AG ihre Aktionäre überdurchschnittlich stark an der Geschäftsentwicklung. Für das abgelaufene Geschäftsjahr wurde die Dividende von zuvor 0,15 € auf 0,20 € je Aktie angehoben, was einer Ausschüttungsquote von 66,7 % entspricht. Die Ausschüttung in Höhe von 2,70 Mio. € erfolgte nach dem Bilanzstichtag 30.06.22, was das Eigenkapital in entsprechender Höhe gemindert hat.

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



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Auffällig ist der Rückgang von Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie der sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten, wodurch einerseits das Working Capital gestiegen ist sowie andererseits der operative Cashflow mit -0,05 Mio. € (VJ: 1,42 Mio. €) unter dem Vorjahreswert lag. Aus dem operativen Geschäft heraus weist die SYZYGY AG aber in der Regel einen positiven Liquiditätsmittelzufluss aus. Bereinigt um Working Capital-Effekte hätte der operative Cashflow in den ersten sechs Monaten 2022 bei 4,87 Mio. € gelegen. Dass die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) dennoch auf 4,86 Mio. € (VJ: 3,75 Mio. €) zugelegt haben, ist auf die kurzfristige Aufnahme von Geldmarktkrediten, die mit einem Netto-Liquiditätszufluss in Höhe von 4,56 Mio. € einhergegangen waren, zurückzuführen. Wie dargestellt, hat die nach dem Stichtag 30.06.22 erfolgte Dividendenausschüttung zu einer Reduktion der kurzfristigen Liquidität in Höhe von 2,70 Mio. € geführt.

## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e (alt)	GJ 2022e (neu)	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	60,12	66,50	67,34	73,15	78,27
EBIT	6,38	6,95	6,30	7,86	8,52
EBIT-Marge	10,6%	10,5%	9,4%	10,7%	10,9%
Jahresüberschuss	4,02	4,35	3,67	4,86	5,33

Quelle: GBC AG

Nach den ersten sechs Monaten 2022 hat das SYZYGY-Management die Umsatz-Guidance leicht angehoben und rechnet nun für das laufende Geschäftsjahr mit einer Umsatzsteigerung von 12 %. Bislang wurde ein Umsatzanstieg in Höhe von 10 % in Aussicht gestellt. Gleichzeitig wurde die Ergebnisschätzung leicht nach unten angepasst. Während bislang eine EBIT-Marge in Höhe von 10 % in Aussicht gestellt war, wird nun mit einer EBIT-Marge (vor Sondereffekten) von 8 bis 10 % gerechnet. Sondereffekte könnten unserer Ansicht nach insbesondere im Bereich der anstehenden Kaufpreiszahlungen oder im Zusammenhang mit notwendigen Anpassungen beim Goodwill entstehen. Die von der Gesellschaft vorgenommene Guidance-Anpassung ist, angesichts der im ersten Halbjahr 2022 erreichten Werte, nachvollziehbar. Denn ein über den Erwartungen liegender Umsatzanstieg in Höhe von 14,4 % war von einer konstanten Ergebnisentwicklung begleitet, wodurch sich die EBIT-Marge auf 9,0 % (VJ: 10,3 %) reduziert hatte.

Insofern ist die aktualisierte Unternehmenserwartung als eine erwartete Fortsetzung der Entwicklung des ersten Halbjahres 2022 zu sehen. Diese geht mit der aktuellen Unternehmensstrategie einher, die auf Umsatzwachstum und damit auf der Gewinnung von Neukunden und der Ausweitung bestehender Budgets ausgelegt ist. Gleichzeitig wird derzeit der personelle Unterbau ausgeweitet, was mit entsprechenden überproportionalen Kostensteigerungen einhergeht. Die Strategie der Gewinnung von Marktanteilen ist insbesondere mit Blick auf die kommenden Geschäftsjahre sehr attraktiv, da hier die steigenden Umsätze mit einer Verbesserung der Rentabilität einhergehen dürften. In den vergangenen Berichtsperioden hatte die Gesellschaft sowohl in Deutschland als auch im Ausland einige Neukundengewinne verzeichnen können. Bei der Gewinnung von Neukunden profitiert die SYZYGY AG zudem vom beschleunigten Digitalisierungstrend. Hier hat die Gesellschaft ein umfassendes Produktangebot, welches deutlich über die Instrumente des klassischen Online-Marketings hinausgehen. Zum Angebotsspektrum gehören auch Enterprise- IT-Lösungen, die Beratung und Umsetzung der digitalen Transformation oder die Strategie und Businessdesign- Beratung. Mit dem 360 Grad-Ansatz, der in dieser Form von anderen Unternehmen nicht angeboten wird, sollten sich demnach Marktanteilsgewinne erreichen lassen.

Wir passen unsere Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2022 an die leicht geänderte Unternehmens-Guidance an, während wir die Prognosen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 unverändert lassen. Gemäß Unternehmens-Angaben macht sich die aktuelle konjunkturelle Eintrübung insbesondere bei den Automotive-Kunden bemerkbar, steigende Umsätze mit Kunden anderer Branchen konnten diesen Rückgang überkompensieren. Für 2022 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 67,34 Mio. € (bislang: 66,50 Mio. €) und ein EBIT in Höhe von 6,30 Mio. € (VJ: 6,95 Mio. €).

Im Rahmen unseres um die 2022er Schätzungen angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 9,50 € (bisher: 10,40 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist nur geringfügig auf die leicht geminderten Ergebnisschätzungen für 2022 zurückzuführen. Überwiegend hatte hier die Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 0,25 %) zu einer Anhebung des WACC und damit deutlichen Kurszielminderung geführt.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 17,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

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

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

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

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 1,16 (bisher: 1,16). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,64 % (bisher: 6,64 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,64 % (bisher: 6,64 %).

### ***Bewertungsergebnis***

Das ermittelte niedrigere Kursziel in Höhe von 9,50 € (bisher: 10,40 €) reflektiert insbesondere die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des WACC. Die hieraus resultierenden Effekte haben auch den Roll-Over-Effekt überwogen.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,8%	ewige EBITA - Marge	12,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	19,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-5,1%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	67,34	73,15	78,27	81,40	84,66	88,04	91,57	95,23	
US Veränderung	12,0%	8,6%	7,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,33	2,60	2,86	3,06	3,25	3,45	3,64	3,83	
EBITDA	12,05	13,51	13,92	14,47	15,05	15,66	16,28	16,93	
EBITDA-Marge	17,9%	18,5%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	
EBITA	6,30	7,86	8,52	9,07	9,80	10,52	11,24	11,97	
EBITA-Marge	9,3%	10,7%	10,9%	11,1%	11,6%	11,9%	12,3%	12,6%	12,6%
Steuern auf EBITA	-1,76	-2,36	-2,56	-2,72	-2,94	-3,16	-3,37	-3,59	
zu EBITA	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,53	5,50	5,96	6,35	6,86	7,36	7,87	8,38	
Kapitalrendite	22,7%	26,9%	27,6%	27,2%	30,5%	33,9%	37,4%	40,9%	42,7%
Working Capital (WC)	-8,50	-6,50	-4,00	-4,16	-4,33	-4,50	-4,68	-4,87	
WC zu Umsatz	-12,6%	-8,9%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	-5,1%	
Investitionen in WC	-1,23	-2,00	-2,50	0,16	0,17	0,17	0,18	0,19	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,92	28,10	27,36	26,62	26,02	25,55	25,16	24,86	
AFA auf OAV	-5,75	-5,65	-5,40	-5,40	-5,25	-5,14	-5,04	-4,97	
AFA zu OAV	19,9%	20,1%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	
Investiertes Kapital	20,42	21,60	23,36	22,46	21,70	21,05	20,48	19,99	
EBITDA	12,05	13,51	13,92	14,47	15,05	15,66	16,28	16,93	
Steuern auf EBITA	-1,76	-2,36	-2,56	-2,72	-2,94	-3,16	-3,37	-3,59	
Investitionen gesamt	-8,73	-6,83	-7,16	-4,50	-6,16	-4,49	-4,48	-4,47	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	
Investitionen in WC	-1,23	-2,00	-2,50	0,16	0,17	0,17	0,18	0,19	
Earm-Out-Zahlungen	-2,50	0,00	0,00	0,00	-1,67	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,55	4,32	4,20	7,25	5,95	8,01	8,43	8,87	144,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	120,42	125,29
Barwert expliziter FCFs	34,16	32,44
Barwert des Continuing Value	86,26	92,85
Nettoschulden (Net debt)	-2,65	-3,27
Wert des Eigenkapitals	123,06	128,56
Fremde Gewinnanteile	-0,29	-0,30
Wert des Aktienkapitals	122,77	128,25
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,09	<b>9,50</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,16
Eigenkapitalkosten	7,6%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,6%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%	8,6%
41,2%	11,14	10,10	9,25	8,54	7,95
42,0%	11,30	10,24	9,37	8,65	8,05
42,7%	11,46	10,38	<b>9,50</b>	8,77	8,15
43,5%	11,63	10,53	9,63	8,88	8,25
44,2%	11,79	10,67	9,75	8,99	8,35

## 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)