



## Researchstudie (Anno)

# SYZYGY GROUP

**Restrukturierungsaufwand und Goodwill-AfA belasten  
Ergebnisentwicklung**

**Deutliche Margenverbesserung in 2024 erwartet  
Rückkehr zum Umsatzwachstum in 2025 erwartet**

**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 17

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 15.04.2024 (08:21 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 15.04.2024 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

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

### KAUFEN

Kursziel: 7,70 €  
(bisher: 7,40 €)

aktueller Kurs: 2,84  
12.04.24 / XETRA / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,50  
Marketcap<sup>3</sup>: 38,34  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 54,90  
<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: 589 (31.12.2023)

Gründung: 1995

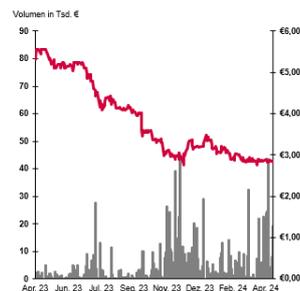
Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Erwin Greiner, Frank Ladner

Die SYZGY GROUP ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für Digital Experiences. Im Jahr 1995 gegründet ist die SYZGY 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 SYZGY AG im Prime Standard börsennotiert. Neben der Kernmarke SYZGY gehören der Enterprise Technologie-Spezialist SYZGY Techsolutions, der Performance Marketing- und Media-Spezialist SYZGY Performance, das Design Studio Ars Thanea und die Strategieberatung different zur Gruppe.

Die rund 600 Spezialist:innen der SYZGY 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	12,50	13,35	14,26
EBIT	-0,66	7,25	8,15	9,06
Jahresüberschuss	-2,92	4,48	5,09	5,72

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,22	0,33	0,38	0,42
Dividende je Aktie	0,00	0,20	0,20	0,25

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,77	0,76	0,70	0,67
EV/EBITDA	5,89	4,39	4,11	3,85
EV/EBIT	neg.	7,58	6,74	6,06
KGV	neg.	8,56	7,54	6,70
KBV	0,95			

### Finanztermine

24.04.2024: Q1-Zwischenbericht
25.04.2024: MKK – Münchner Kapitalmarkt Konferenz
09.07.2024: Hauptversammlung
26.07.2024: Halbjahresbericht
29.10.2024: 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.02.2024: RS / 7,40 / KAUFEN
04.08.2023: RS / 8,60 / KAUFEN
06.07.2023: 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 18

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die SYZYG GROUP hat im abgelaufenen Geschäftsjahr mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 1,6 % auf 71,74 Mio. € (VJ: 70,61 Mio. €) zwar einen neuen Rekordwert erreicht, insgesamt blieb die Umsatzentwicklung jedoch hinter den ursprünglichen Erwartungen zurück. Dabei stand einer weiterhin positiven Entwicklung der deutschen Gesellschaften, die von einer guten Nachfrage im Kerngeschäftsfeld „Digital Experience Services“ profitierten, jeweils ein Umsatzrückgang im deutschen Beratungssegment sowie bei den ausländischen Gesellschaften gegenüber.
- Insgesamt verbesserte sich der in Deutschland erwirtschaftete Umsatz um 4,4 % auf 57,37 Mio. € (VJ: 54,96 Mio. €). Einem noch stärkeren Umsatzanstieg stand eine weiterhin schwache Umsatzentwicklung der im Beratungsbereich tätigen Tochtergesellschaft different GmbH gegenüber, deren Geschäftsentwicklung nach wie vor von Budgetkürzungen und einer anhaltenden Investitionszurückhaltung der Kunden geprägt war. Die anderen Produktbereiche entwickelten sich dagegen positiv. Darüber hinaus waren auch die in Großbritannien und den USA tätigen Gesellschaften von Budgetkürzungen und einem schwächeren Neukundengeschäft betroffen, was zu einem Rückgang des Auslandsumsatzes um -8,8 % auf 14,46 Mio. € (Vorjahr: 15,85 Mio. €) führte.
- Dem insgesamt leichten Umsatzanstieg im Konzern stehen gestiegene Kosten gegenüber. Diese stehen insbesondere im Zusammenhang mit den notwendig gewordenen Restrukturierungsmaßnahmen bei der Tochtergesellschaft different GmbH. Neben den Sonderaufwendungen in Höhe von rund 1,20 Mio. € dürfte auch der verstärkte Einsatz von Freelancern zu dem deutlichen Anstieg der Umsatzkosten beigetragen haben. In der Folge reduzierte sich das bereinigte EBIT auf 4,08 Mio. € (VJ: 6,21 Mio. €). Eine Anpassung der Geschäftsplanung bei der different GmbH führte wie im Vorjahr zu einer Abschreibung auf den Firmenwert in Höhe von 4,74 Mio. € (VJ.: 11,41 Mio. €). Dadurch waren sowohl das EBIT mit -0,66 Mio. € (VJ: -5,21 Mio. €) als auch das Ergebnis nach Steuern mit -2,92 Mio. € (VJ: -7,50 Mio. €) negativ.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2024 erwartet der Vorstand einen Umsatz auf dem Niveau des abgelaufenen Geschäftsjahres 2023 und rechnet dabei mit einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 10,0 %, was einem EBIT von ca. 7,2 Mio. € entsprechen würde. Wir gehen davon aus, dass sich das Beratungssegment (Transformational Consulting Services) im laufenden Geschäftsjahr in etwa auf dem niedrigen Niveau des Vorjahres bewegen wird. Zudem rechnen wir mit einer anhaltenden Umsatzschwäche der Gesellschaften in UK/USA, die jedoch durch eine weiterhin positive Entwicklung der deutschen Gesellschaften in etwa kompensiert werden sollte. Im kommenden Geschäftsjahr 2025 sollte dann eine Rückkehr zum Umsatzwachstum gelingen. Wir rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 72,46 Mio. € (2024), gefolgt von Umsätzen in Höhe von 78,26 Mio. € (2025) und 82,17 Mio. € (2026). Auf der Ergebnisseite sollte die SYZYG GROUP vom Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen sowie von der nun vorhandenen schlankeren Kostenstruktur profitieren. Analog zur Guidance des Unternehmens erwarten wir für 2024 eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 10,0% (EBIT: 7,25 Mio. €) und für die folgenden Geschäftsjahre weitere leichte Marginsteigerungen.
- Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 7,70 € (bisher: 7,40 €) ermittelt. Die Kurszielsteigerung ist ausschließlich eine Folge der erstmaligen Hereinnahme der 2026er Schätzungen, die eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Modells bieten. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

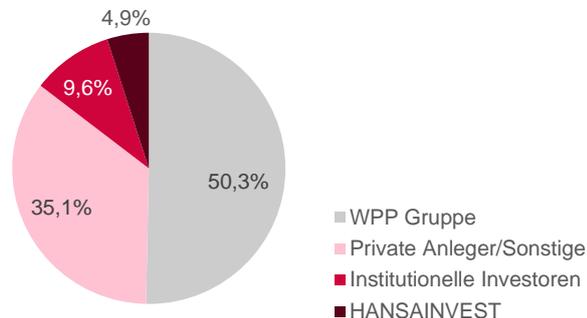
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Produkte/Dienstleistungen .....	4
Konsolidierungskreis .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Digitale Werbeausgaben .....	6
Entwicklung Onlinehandel .....	7
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2023 .....	9
Umsatzentwicklung 2023 .....	9
Ergebnisentwicklung 2023 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>13</b>
Umsatzprognose 2024 - 2026 .....	13
Ergebnisprognose 2024 – 2026 .....	14
Bewertung .....	15
Modellannahmen .....	15
Bestimmung der Kapitalkosten .....	15
Bewertungsergebnis .....	15
DCF-Modell .....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

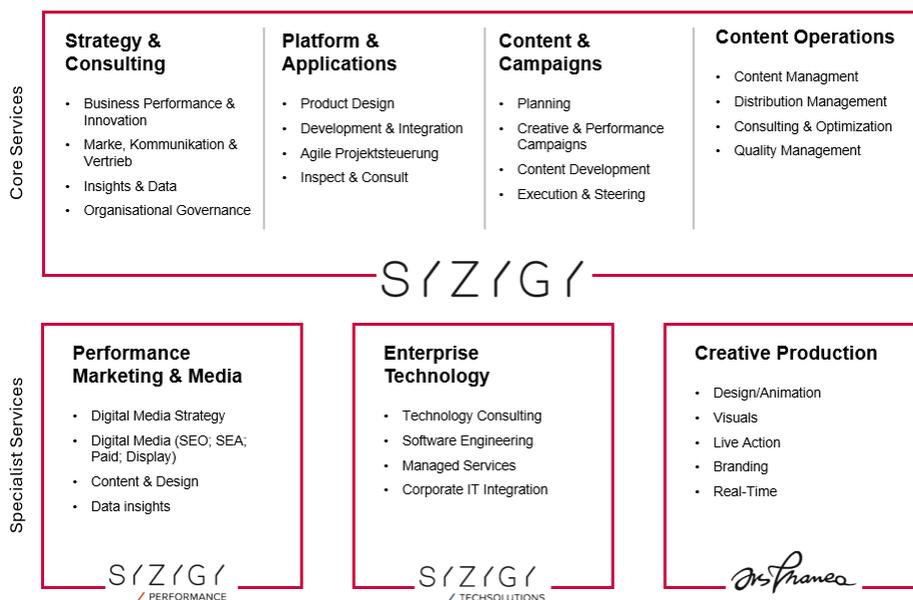
Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Private Anleger / Sonstige	35,1%
HANSAINVEST	4,9%
Institutionelle Anleger	9,6%

Quelle: SYZGY GROUP; GBC AG; Stand: 03.04.24



### Produkte/Dienstleistungen

Die SYZGY 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:

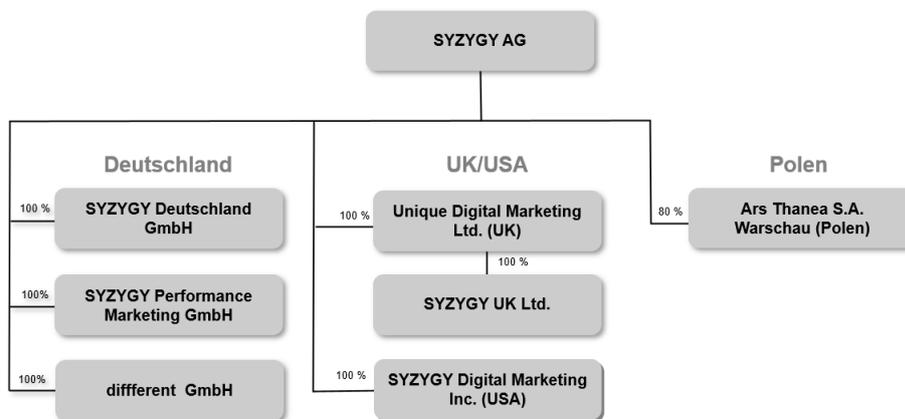


Quelle: SYZGY GROUP; GBC AG

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.



## Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

In der aktuellen Struktur ist die Kompetenzaufteilung folgendermaßen aufgeteilt:

- **SYZYGY:** Beratung- und Umsetzungspartner für Digital Experiences
- **SYZYGY Performance:** Performance Marketing und Media Spezialist
- **SYZYGY Techsolutions:** Enterprise Technologie Spezialist
- **different:** Transformational Consulting Spezialist
- **Ars Thanea:** Creative Production Spezialist

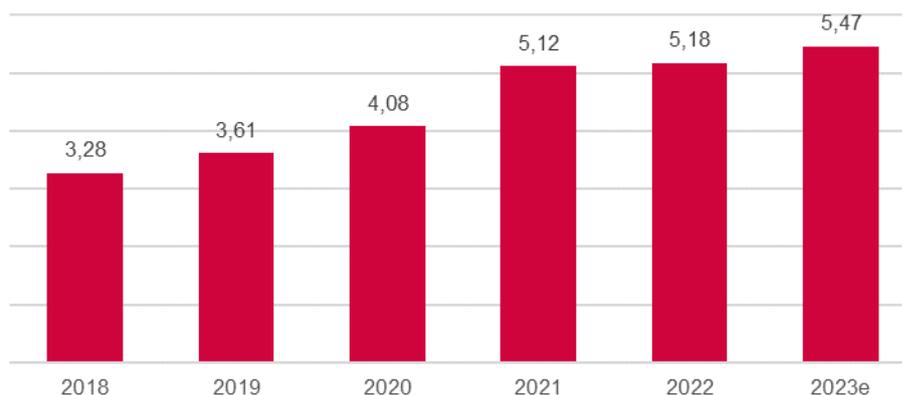
## MARKT UND MARKTUMFELD

Die Bandbreite an Produkten und das breit ausgerichtete Dienstleistungsspektrum der SYZYGY GROUP umfasst neben den „klassischen“ Komponenten der digitalen Werbung auch die kreative und technologische Entwicklung von Markenplattformen, Business-Applikationen oder Mobile Apps. Darüber hinaus deckt die Gesellschaft auch die Strategieberatung der Unternehmen bei der digitalen Transformation ab. Zudem bietet die Gesellschaft IT-Lösungen, Design-Lösungen und Virtual Reality-Lösungen an. Insofern liefern die auf den digitalen Werbeausgaben beschränkten Marktdaten nur eine Aussage zu einem Teilaspekt des Produktspektrums der SYZYGY GROUP ab. Denn die Gesellschaft profitiert insgesamt von allen Teilaspekten der zunehmenden Digitalisierung.

### **Digitale Werbeausgaben**

Die aktuellen Marktdaten des Online-Vermarkterkreises (OVK) zum deutschen Display-Werbemarkt liegen in der Regel im März vor. Auch wenn dieser Markt nur einen Produktbereich der SYZYGY GROUP abdeckt, liefern diese Daten einen Teil des Gesamtbildes, das eine nachhaltige Verschiebung der Budgets in Richtung Digital zeigt. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Studie liegen lediglich Planzahlen für das abgelaufene Geschäftsjahr vor. Der OVK rechnet aufgrund der rückläufigen Inflation mit einem Schub für den Display-Werbemarkt und damit für 2023 mit einem Anstieg der Gesamtumsätze in Höhe von 5,6 %. Im Jahr 2022 wurde lediglich ein Plus von 1,1 % erreicht. Die Budgetverschiebung hin zu digitalen Werbekanälen und die Stabilisierung des Konsums dürften 2023 zu einem neuen Rekordumsatz von 5,47 Milliarden € führen. Nachdem die Corona-Pandemie zu einer Beschleunigung der digitalen Werbeausgaben und einer Verlagerung des Handels in den Onlinebereich geführt hatte, dürfte der Rekordwert des abgelaufenen Jahres 2023 die Nachhaltigkeit dieses Trends bestätigen. Für das laufende Jahr 2024 wurde keine Prognose abgegeben, der OVK sieht aber die Basis für weiteres Wachstum in 2024 und darüber hinaus gelegt.

### **Umsätze digitale Displaywerbung in Deutschland (in Mrd. €)**

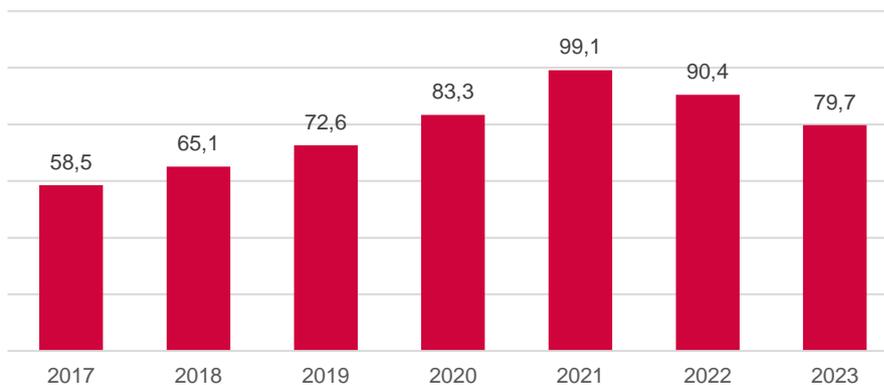


Quelle: OVK; GBC AG

## Entwicklung Onlinehandel

Mit dem 360-Grad-Produktansatz bietet die SYZYG GROUP auch Technologielösungen rund um die digitale Plattform der Kunden an, wodurch beispielsweise auch Anwendungen für den Bereich E-Commerce abgedeckt werden. Langfristig ist zwar ein grundsätzlich positiver Trend bei den E-Commerce-Umsätzen zu erkennen, im vergangenen Jahr 2023 wurde die seit Beginn der Corona-Pandemie bestehende Sonderkonjunktur jedoch unterbrochen. Aufgrund des allgemein schwachen Konsumklimas in Deutschland fielen die Brutto-Warenumsätze im E-Commerce mit -11,8 % auf 79,7 Mrd. € erstmals zweistellig (Quelle: bevh) und markierten gleichzeitig den zweiten Umsatzrückgang in Folge. Begründet wird die Kaufzurückhaltung wie im Vorjahr mit dem schwierigen konjunkturellen Umfeld und der hohen Inflation, die zu einer allgemeinen Konsumzurückhaltung führten. Während der Corona-Pandemie hatte der Onlinehandel starke Zuwächse verzeichnet, mit dem erneuten Umsatzrückgang liegt das Umsatzniveau nur noch rund 10 % über dem Vor-Corona-Niveau (Jahr 2019).

### Bruttoumsätze im E-Commerce (in Mrd. €)



Quelle: bevh; GBC AG

Die Händler zeigen sich laut bevh-Branchenbarometer verhalten optimistisch. Für 2024 erwarten sie im Durchschnitt ein Wachstum von 4 %, der Median liegt bei 3,5 %. Etwas positiver ist die Stimmung bei den Verbrauchern. Das Konsumbarometer des Einzelhandelsverbands HDE lag zuletzt bei 93,7 (Februar 2024) und damit deutlich höher als zum Jahreswechsel 2022/2023. Ein wesentlicher Faktor für die leicht verbesserte Anschaffungsneigung dürften die erwarteten Einkommenszuwächse sein.

Unternehmen können es sich nicht leisten, E-Commerce außen vor zu lassen. Daher dürfte die Nachfrage nach Plattform-Lösungen, wie diese von der SYZYG GROUP angeboten werden, weiterhin hoch bleiben. Darüber hinaus dürfte die SYZYG GROUP auch über den Beratungsbereich, im Rahmen dessen eine Strategieberatung im Umfeld der digitalen Transformation stattfindet, hiervon profitieren.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	70,61	71,74	72,46	78,26	82,17
Einstandskosten	-53,49	-57,35	-54,34	-57,91	-60,48
<b>Nettoergebnis</b>	<b>17,12</b>	<b>14,39</b>	<b>18,11</b>	<b>20,35</b>	<b>21,69</b>
Vertriebs- und Marketingkosten	-4,39	-4,76	-4,79	-5,11	-5,27
Allgemeine Verwaltungskosten	-9,76	-8,84	-8,93	-9,49	-9,77
sonstige betriebliche Erträge	3,24	3,30	2,85	2,40	2,40
Afa auf Goodwill	-11,41	-4,74	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT</b>	<b>-5,21</b>	<b>-0,66</b>	<b>7,25</b>	<b>8,15</b>	<b>9,06</b>
Finanzerträge	0,19	0,14	0,18	0,15	0,15
Finanzaufwand	-1,04	-1,43	-1,00	-1,00	-1,00
<b>EBT</b>	<b>-6,05</b>	<b>-1,95</b>	<b>6,43</b>	<b>7,30</b>	<b>8,21</b>
Steuern	-1,33	-0,81	-1,93	-2,19	-2,46
<b>Nachsteuerergebnis</b>	<b>-7,38</b>	<b>-2,76</b>	<b>4,50</b>	<b>5,11</b>	<b>5,74</b>
Minderheitenanteile	-0,12	-0,15	-0,02	-0,02	-0,02
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-7,50</b>	<b>-2,92</b>	<b>4,48</b>	<b>5,09</b>	<b>5,72</b>
EBITDA	11,55	9,32	12,50	13,35	14,26
in % der Umsatzerlöse	16,4%	13,0%	17,2%	17,1%	17,3%
EBIT	-5,21	-0,66	7,25	8,15	9,06
in % der Umsatzerlöse	-7,4%	-0,9%	10,0%	10,4%	11,0%
Ergebnis je Aktie in €	-0,56	-0,22	0,33	0,38	0,42
Dividende je Aktie in €	0,22	0,00	0,20	0,20	0,25

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2023

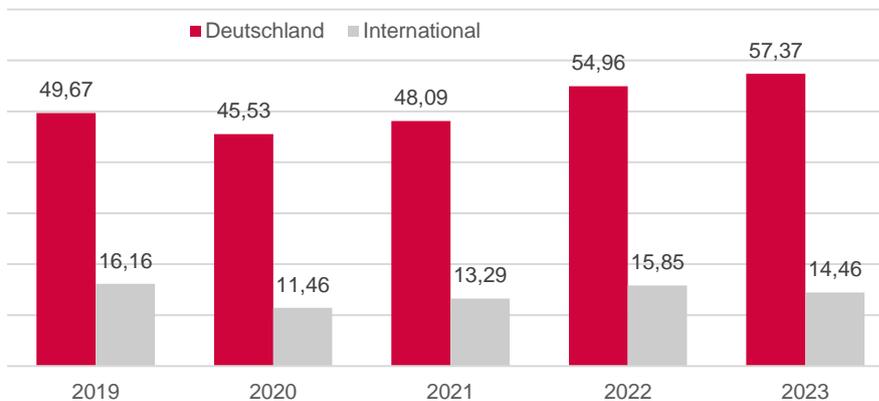
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	55,52	60,12	70,61	71,74
davon in Deutschland	45,53	48,09	54,96	57,37
davon im Ausland	11,46	13,29	15,85	14,46
EBIT	4,00	6,38	-5,21	-0,66
<i>EBIT-Marge</i>	7,2%	10,6%	-7,4%	-0,9%
EBIT (vor Goodwill-Afa)	4,00	6,38	6,21	4,08
<i>EBIT-Marge (vor Goodwill-Afa)</i>	7,2%	10,6%	8,8%	5,7%
Jahresüberschuss*	2,06	4,02	-7,50	-2,92

Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG; \*nach Minderheiten

## Umsatzentwicklung 2023

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen standen bereits im Februar 2024 die Eckdaten für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 fest. Dabei erzielte die SYZYGY GROUP mit einem Umsatzwachstum von 1,6 % auf 71,74 Mio. € (VJ: 70,61 Mio. €) zwar einen neuen Rekordwert, das ursprünglich mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2022 in Aussicht gestellte Umsatzwachstum von 6 % bis 8 % wurde jedoch nicht erreicht. Die unterjährig reduzierte Umsatz-Guidance, die ein Umsatzwachstum im unteren einstelligen Prozentbereich in Aussicht gestellt hatte, wurde hingegen erreicht. Auf Basis der angepassten Guidance waren wir bis zur Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen von einem Umsatz in Höhe von 72,02 Mio. € ausgegangen. Einem sehr guten Start in das Geschäftsjahr 2023 (Q1: +10,0 %) stand in den Folgequartalen eine seitwärts gerichtete bzw. leicht rückläufige Umsatzentwicklung gegenüber.

## Umsatzaufteilung nach Regionen (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Nach Berichtssegmenten betrachtet, zeigt sich auch im abgelaufenen Geschäftsjahr die relative Umsatzstärke der deutschen Gesellschaften. Die in Deutschland erwirtschafteten Umsätze stiegen erneut überproportional um 4,4 % auf 57,37 Mio. € (VJ: 54,96 Mio. €), insbesondere getrieben durch eine höhere Nachfrage im Geschäftsfeld „Digital Experience Services“. Unverändert schwach zeigte sich dagegen das Geschäftsfeld „Transformational Consulting Services“, also die Strategieberatung für Produkt- und Serviceinnovationen, was eine noch bessere Umsatzentwicklung in Deutschland verhinderte. Dieser Produktbereich, der in der Tochtergesellschaft different GmbH angesiedelt ist, war von Budgetkürzungen und Investitionszurückhaltung auf Kundenseite betroffen. Angesichts der schwierigen konjunkturellen Lage werden vor allem Beratungsprojekte auf den Prüfstand gestellt und verschoben.

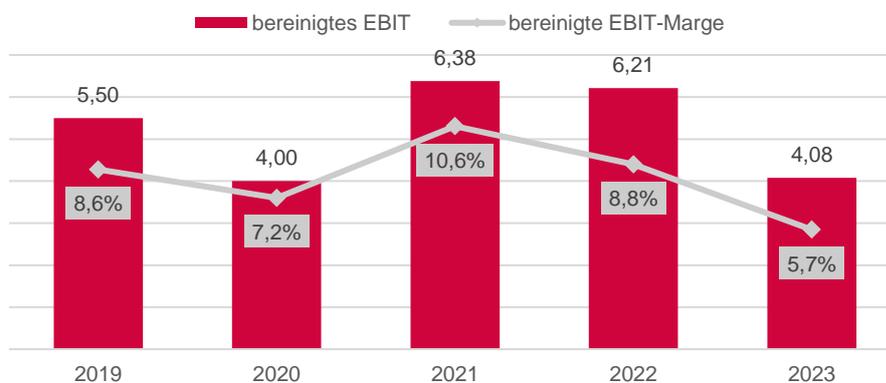
Die im Ausland erwirtschafteten Umsätze lagen mit 14,46 Mio. € (VJ: 15,85 Mio. €) um -8,8 % unter dem Vorjahreswert und insofern kam es zu einer Unterbrechung der positiven Tendenz der vergangenen beiden Geschäftsjahre. Mit 8,35 Mio. € (VJ: 9,90 Mio. €) verzeichneten die in den USA und Großbritannien tätigen Gesellschaften einen Umsatzrückgang von -15,7 %. Auch hier haben einige Großkunden ihre Budgets gekürzt, zudem entwickelte sich das Neukundengeschäft nicht wie erwartet. Einen Lichtblick stellt die polnische Gesellschaft Ars Thanea dar, die mit 6,11 Mio. € (VJ: 5,95 Mio. €) ein leichtes Umsatzplus von 2,7 % verzeichnen konnte. Allerdings blieb auch diese hinter den Erwartungen zurück und konnte die Schwäche in USA/UK nicht kompensieren.

### Ergebnisentwicklung 2023

Trotz des leicht gestiegenen Umsatzes verzeichnete die SYZYGY GROUP einen Rückgang des bereinigten EBIT auf 4,08 Mio. € (VJ: 6,21 Mio. €), was einem Rückgang der bereinigten EBIT-Marge auf 5,7 % (VJ: 8,8 %) entspricht. Auch hier wurde die ursprüngliche Planung einer EBIT-Marge von 9 - 10 % nicht erreicht, jedoch die unterjährig angepasste Guidance (EBIT-Marge: 5 - 7 %).

Der Ergebnisrückgang gegenüber dem Vorjahr ist zum einen auf den verstärkten Einsatz von Freelancern zurückzuführen. Zum anderen wurde auf die negative Geschäftsentwicklung der Tochtergesellschaft different GmbH mit Restrukturierungsmaßnahmen reagiert, die mit Sonderaufwendungen in Höhe von rund 1,20 Mio. € verbunden waren.

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



Quelle: SYZYGY GROUP; GBC AG

Neben den Restrukturierungsmaßnahmen führte die Geschäftsentwicklung der different GmbH zu einer Anpassung der Geschäftsplanung und damit zu einer Wertminderung des Firmenwertes in Höhe von 4,74 Mio. € (VJ: 11,41 Mio. €). Das EBIT war daher mit -0,66 Mio. € (VJ: -5,20 Mio. €) erneut negativ, lag aber aufgrund der geringeren Firmenwertabschreibungen über dem Vorjahreswert.

Das Ergebnis nach Steuern ist daher mit -2,92 Mio. € (VJ: -7,50 Mio. €) ebenfalls negativ. Erwähnenswert ist, dass die Gesellschaft seit nunmehr fünf Geschäftsjahren kein positives Finanzergebnis ausweist. Dies hängt zum einen mit der Klassifizierung der Mietverträge als Leasingverträge (IFRS 16) zusammen, die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 zu Finanzaufwendungen in Höhe von 0,53 Mio. € (VJ: 0,57 Mio. €) geführt haben. Darüber hinaus hat das Management im abgelaufenen Geschäftsjahr den ehemals umfangreichen Wertpapierbestand vollständig veräußert und Kursverluste in Höhe von 0,63 Mio. € (VJ: 0,30 Mio. €) realisiert. Schließlich weist die Gesellschaft klassische Zinsaufwendungen aus der Aufnahme von Bankkrediten in Höhe von 0,30 Mio. € (VJ: 0,12 Mio. €) aus. Insgesamt beläuft sich das Finanzergebnis auf -1,29 Mio. € (VJ: -0,85 Mio. €).

Das zweite negative Nachsteuerergebnis in Folge nimmt die Gesellschaft zum Anlass, die in den vergangenen Geschäftsjahren kontinuierliche Dividendenausschüttung für ein Jahr auszusetzen. Damit soll die finanzielle Basis für zukünftiges Wachstum gestärkt werden.

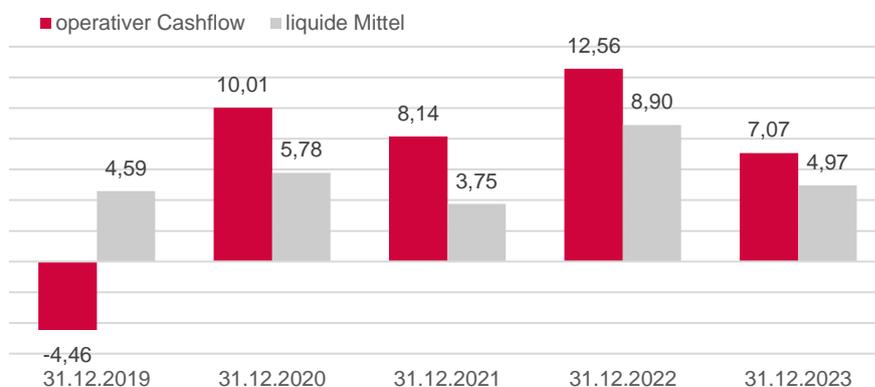
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital	53,59	56,25	45,10	40,22
EK-Quote (in %)	47,6%	49,6%	45,5%	46,1%
Goodwill	57,35	55,02	43,04	38,91
Operatives Anlagevermögen	30,70	29,67	26,85	19,93
davon aus IFRS 16	23,62	22,20	20,44	14,95
Bankkredite	5,01	3,42	8,00	4,50
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	5,78	3,75	8,90	4,00
Cashflow - operativ	10,01	8,14	12,56	7,07
Cashflow - Investition	-3,56	-4,51	-1,20	0,18
Cashflow - Finanzierung	-1,94	-7,09	-5,79	-10,90

Quelle: SYZGY GROUP; GBC AG

Das abschreibungsbedingte negative Ergebnis nach Steuern hat die Bilanz der SYZGY GROUP verkürzt. Während sich auf der Passivseite das Eigenkapital auch aufgrund der Dividendenausschüttung in Höhe von 3,09 Mio. € auf 40,22 Mio. € (31.12.22: 45,10 Mio. €) reduzierte, steht dem auf der Aktivseite eine abschreibungsbedingte Reduzierung des Firmenwertes auf 38,91 Mio. € (Vorjahr: 43,04 Mio. €) gegenüber. Darüber hinaus minderte sich das Anlagevermögen, welches insbesondere von Leasingnutzungsrechten nach IFRS 16 repräsentiert wird, auf 19,93 Mio. € (31.12.22: 26,85 Mio. €). Dies ist zum einen auf planmäßige Abschreibungen und zum anderen auf eine Umgliederung von Nutzungsrechten in die langfristigen finanziellen Vermögenswerte zurückzuführen. Die Umbuchung steht im Zusammenhang mit der Untervermietung von Mietflächen in London.

### Operativer Cashflow und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZGY GROUP; GBC AG

Dass die Firmenwertabschreibungen nicht liquiditätswirksam sind, zeigt sich auch im erneut deutlich positiven operativen Cashflow in Höhe von 7,07 Mio. € (VJ: 12,56 Mio. €). Analog zur Entwicklung des bereinigten EBIT ist der Rückgang gegenüber dem Vorjahr insbesondere auf höhere Aufwendungen im Zusammenhang mit der Restrukturierung bei der Tochtergesellschaft different GmbH sowie auf den verstärkten Einsatz von Freelancern zurückzuführen. Bei einem nahezu ausgeglichenen Cashflow aus der Investitionstätigkeit wurden die Mittelzuflüsse aus dem operativen Geschäft zur Rückführung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 3,50 Mio. €, zur Tilgung (inkl. Zinsanteil) von Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 4,31 Mio. € sowie für die Dividendenausschüttung in Höhe von 3,09 Mio. € verwendet. Insgesamt ergibt sich somit ein negativer Cash-flow von -3,65 Mio. € (VJ: 5,57 Mio. €), der zu einer Reduktion der liquiden Mittel auf 4,00 Mio. € (VJ: 8,90 Mio. €) führte.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

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

Quelle: GBC AG

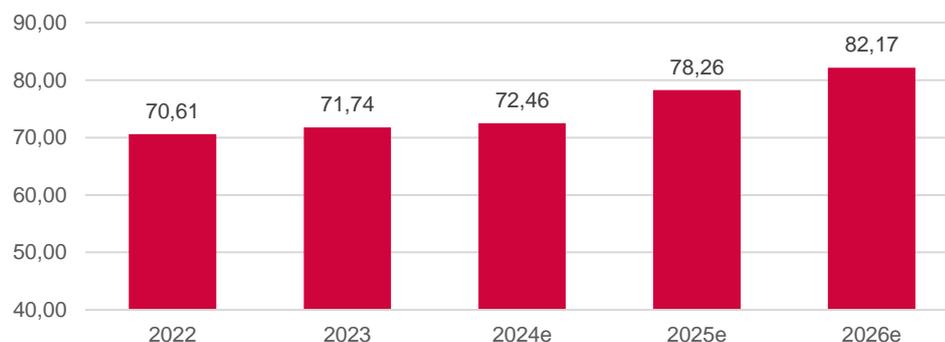
### Umsatzprognose 2024 - 2026

Die mit der Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen erstmals veröffentlichte Guidance des Unternehmens für das laufende Geschäftsjahr 2024 wird mit dem vorliegenden Geschäftsbericht bestätigt. Demnach erwartet der Vorstand für 2024 einen Umsatz auf Vorjahresniveau, jedoch eine deutliche Steigerung der EBIT-Marge auf 10,0 %, was einem erwarteten EBIT von rund 7,2 Mio. € entsprechen würde. Auch wenn der Ergebnisprognose bewusst die Formulierung „vor Firmenwertabschreibungen“ vorangestellt wurde, sieht der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr keinen weiteren Abschreibungsbedarf.

Im laufenden Geschäftsjahr 2024 sollte sich der Trend des abgelaufenen Geschäftsjahres auf der Umsatzseite fortsetzen. Wir gehen von einer weiterhin positiven Entwicklung im Produktbereich „Digital Experience Services“ in Deutschland aus. Hier dürfte die Gesellschaft weiterhin davon profitieren, dass sie nicht nur eine klassische Onlinewerbe-Agentur ist, sondern mit dem umfassenden Produktportfolio tief in den digitalen Systemen der Kunden eingebunden ist. Selbst während einer konjunkturell schwachen Entwicklung müssen Prozesse, Kampagnen, Performance-Messung etc. aufrecht erhalten werden. Demgegenüber bleibt das Umfeld für das Beratungsgeschäft herausfordernd, wenngleich von dem erreichten niedrigen Niveau kein starker Rückgang mehr zu erwarten ist. Dies wird durch einen für 2024 erwarteten moderaten Umsatzrückgang von 2,0 % bei der Beratungsgesellschaft different GmbH belegt. Die Restrukturierungsmaßnahmen bei dieser Tochtergesellschaft wurden im Geschäftsjahr 2023 vollständig abgeschlossen. Auf der reduzierten Kostenbasis sollte die different GmbH sogar in die Gewinnzone zurückkehren.

Auch für das Ausland liegt ein uneinheitliches Bild vor. Während für UK/USA derzeit von einer weiterhin niedrigeren Nachfrage von Bestandskunden sowie mit einem schwachen Neukundengeschäft zu rechnen ist, dürfte die polnische Gesellschaft Ars Thanea von einer guten Nachfrage nach ihrem CGI-Geschäft profitieren. Insgesamt dürften vom Auslandsgeschäft jedoch keine Wachstumsimpulse ausgehen.

### Umsatzprognose (in Mio. €)



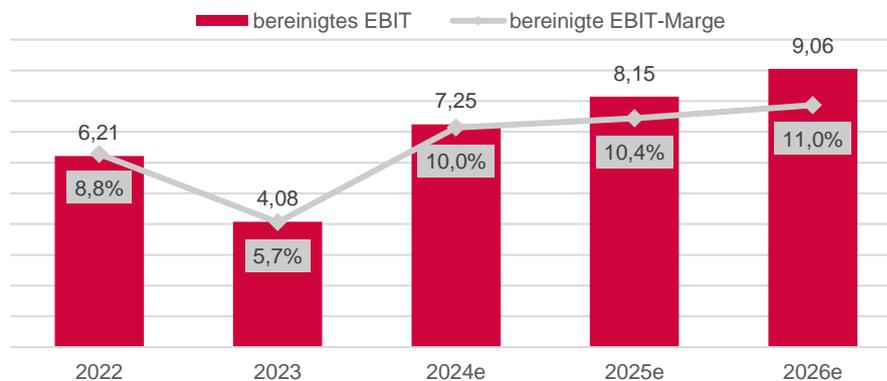
Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr prognostizieren wir Umsatzerlöse in Höhe von 72,46 Mio. €, was der Unternehmensguidance einer seitwärts gerichteten Umsatzentwicklung entspricht. Eine Rückkehr zum Umsatzwachstum ist demnach erst für das kommende Geschäftsjahr 2025 zu erwarten, in dem wir einen Umsatzanstieg um 8,0 % auf 78,26 Mio. € prognostizieren. Dabei erwarten wir, dass sowohl das Beratungsgeschäft (Transformational Consulting Services) in Deutschland als auch die Auslandsgesellschaften (UK/USA) zum Umsatzwachstum beitragen werden. Für das folgende Geschäftsjahr 2026 modellieren wir ein Einschwenken des Umsatzwachstums auf die von uns langfristig erwartete Umsatzdynamik von 5,0 % p.a.

## Ergebnisprognose 2024 – 2026

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die SYZYG GROUP bei der different GmbH die Kostenbasis deutlich reduziert. Dies wird nicht zuletzt durch den Rückgang der Mitarbeiterzahl bei SYZYG auf 589 (31.12.22: 604) verdeutlicht. Darüber hinaus wurden auch die Overhead-Kosten in UK reduziert. Neben organisatorischen Maßnahmen wurde hier beispielsweise ein Teil der angemieteten Flächen untervermietet, was einerseits zu einer Kostenreduzierung und andererseits zur Generierung von Mieteinnahmen führen wird. Schließlich sind nach dem vollständigen Abschluss der Restrukturierungsmaßnahmen in 2023 für 2024 und die Folgejahre keine weiteren außerordentlichen Aufwendungen zu erwarten. Diese hatten das Ergebnis im Jahr 2023 mit rund 1,2 Mio. € belastet. Insgesamt ist die vom SYZYG-Vorstand in Aussicht gestellte Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf rund 10 % nachvollziehbar.

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



Quelle: GBC AG

Bei unserer Ergebnisprognose für 2024 orientieren wir uns an der Guidance des Unternehmens und erwarten ein EBIT von 7,25 Mio. €. Mit der erwarteten Rückkehr zum Umsatzwachstum sollte das Unternehmen in den kommenden Geschäftsjahren weitere Margensteigerungen zu erzielen, wobei wir hier nur von einem leichten Margenwachstum ausgehen. Hierzu sollten die realisierten Kosteneinsparungen, Skaleneffekte, aber auch eine mögliche Reduzierung des Einsatzes von freien Mitarbeitern beitragen.

Mit der erwarteten Rückkehr in die Gewinnzone auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses sollte die SYZYG GROUP ab dem kommenden Jahr wieder in der Lage sein, Dividenden auszuschütten.

## Bewertung

### **Modellannahmen**

Die SYZGY 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: 17,1 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

### **Bestimmung der Kapitalkosten**

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZGY 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**

Gegenüber unserer letzten Researchstudie zu den vorläufigen Zahlen (siehe Studie vom 16.02.24) ergibt unser DCF-Bewertungsmodell eine leichte Steigerung des Kursziels auf 7,70 € (bisher: 7,40 €). Die Kurszielsteigerung ist rein technischer Natur, da wir im Rahmen dieser Studie erstmalig die Prognosen für das Geschäftsjahr 2026 einbezogen haben. Diese bilden, auf Ebene der EBITDA-Marge, eine leicht höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells. Ansonsten sind die bisherigen Parameter unverändert geblieben.

## DCF-Modell

### SYZYG 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	12,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	27,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,5%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
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	4,33	4,55	4,78	5,02	5,27	5,53	
EBITDA	12,50	13,35	14,26	14,97	15,72	16,50	17,33	18,19	
EBITDA-Marge	17,2%	17,1%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	17,3%	
EBITA	7,25	8,15	9,06	9,77	10,52	11,30	12,13	12,99	
EBITA-Marge	10,0%	10,4%	11,0%	11,3%	11,6%	11,9%	12,1%	12,4%	12,6%
Steuern auf EBITA	-2,17	-2,44	-2,72	-2,93	-3,15	-3,39	-3,64	-3,90	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	5,07	5,70	6,34	6,84	7,36	7,91	8,49	9,10	
Kapitalrendite	28,5%	31,0%	32,7%	35,3%	38,0%	40,8%	43,7%	46,8%	48,2%
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	18,97	18,97	18,97	18,97	18,97	18,97	
AFA auf OAV	-5,25	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	
AFA zu OAV	26,9%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	27,4%	
Investitionen in OAV	-4,83	-4,66	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	
Investiertes Kapital	18,41	19,37	19,37	19,39	19,41	19,43	19,45	19,48	
EBITDA	12,50	13,35	14,26	14,97	15,72	16,50	17,33	18,19	
Steuern auf EBITA	-2,17	-2,44	-2,72	-2,93	-3,15	-3,39	-3,64	-3,90	
Investitionen gesamt	-5,83	-6,16	-5,20	-5,22	-5,22	-5,22	-5,22	-5,22	
Investitionen in OAV	-4,83	-4,66	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	-5,20	
Investitionen in WC	-1,00	-1,50	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Earm-Out/Goodwill-Bereinigung	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,49	4,74	6,34	6,82	7,34	7,89	8,47	9,07	141,44

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	116,71	121,74
Barwert expliziter FCFs	36,13	34,41
Barwert des Continuing Value	80,58	87,33
Nettoschulden (Net debt)	12,34	10,59
Wert des Eigenkapitals	104,38	111,14
Fremde Gewinnanteile	-0,36	-0,39
Wert des Aktienkapitals	104,01	110,76
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>7,70</b>	8,20

#### 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	<b>8,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
46,7%	9,05	8,21	7,51	6,92	6,42
47,5%	9,17	8,32	7,61	7,01	6,49
48,2%	9,29	8,43	<b>7,70</b>	7,09	6,57
49,0%	9,41	8,53	7,80	7,18	6,65
49,7%	9,54	8,64	7,90	7,27	6,73

## 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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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)