



Researchstudie (Anno)

Syzygy AG

SYZYGY

- Prognosen für 2020 aufgrund Covid-19 reduziert
- SYZYGY ist gut gerüstet, um Krise gut zu überstehen
- Rückkehr zum Wachstum ab 2021 erwartet

Kursziel: 9,25 €

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“

SYZYGY AG^{*5a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 9,25 €
(bisher: 10,00 €)

aktueller Kurs: 5,20
07.04.20 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 70,20
EnterpriseValue³: 67,42
³ 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 Interessenkonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

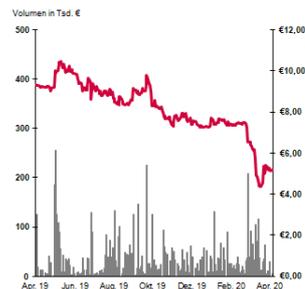
Mitarbeiter: 542 Stand: 31.12.2019

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Erwin Greiner, Frank Ladner

SYZYGY ist einer der führenden Beratungs- und Umsetzungspartner für die Transformation in Marketing und Vertrieb. SYZYGY kreiert, orchestriert und gestaltet digitale Erlebnisse und Produkte für Marken, Unternehmen und Menschen. Strategie, Produkte und Aktivierung sind die zentralen Services der Gruppe. Technologie ist dabei das verbindende und skalierende Element. Die Tätigkeitsschwerpunkte liegen in der strategischen Beratung, Konzeption und Gestaltung, 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 dar. Digitale Illustrationen, Virtual Reality (VR) und Augmented Reality (AR) sowie Animationen komplettieren das Serviceangebot. Die 1995 gegründete SYZYGY Gruppe beschäftigt rund 600 Mitarbeiterinnen in vier Ländern. Sie ist mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Zur Gruppe gehören neben der Hauptmarke SYZYGY und der Strategieberatung different, das polnische Designstudio Ars Thanea sowie die auf Customer Centricity spezialisierte Beratung USEEDS[®]. Zu den Kunden gehören renommierte Marken wie AVIS, BMW, Commerzbank, Consorsbank, Daimler, Deutsche Bank, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, o2, Paypal, Porsche, Techniker Krankenkasse und Volkswagen. Die Geschäftsschwerpunkte liegen in den Branchen Automobil, Telekommunikation/IT, Dienstleistungen, Konsumgüter sowie Finanzen/Versicherung.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2019	31.12.2020e	31.12.2021e	31.12.2022e
Umsatz	64,24	54,61	62,80	72,22
EBITDA	10,88	8,07	11,43	12,68
EBIT	5,50	2,92	6,28	7,53
Jahresüberschuss	3,47	1,48	3,79	4,66

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,11	0,28	0,35
Dividende je Aktie	0,20	0,08	0,20	0,24

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,05	1,23	1,07	0,93
EV/EBITDA	6,20	8,35	5,90	5,32
EV/EBIT	12,26	23,08	10,73	8,96
KGV	20,25	47,30	18,54	15,07
KBV	1,33			

Finanztermine

30.04.20: Q1-Bericht 2020
31.07.20: HJ-Bericht 2020
27.10.20: Hauptversammlung
30.10.20: Q3-Bericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.02.2020: RS / 10,00 / KAUFEN
08.11.2019: RS / 10,80 / KAUFEN
07.08.2019: RS / 10,80 / KAUFEN
10.05.2019: RS / 11,50 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Bereits Ende Januar 2020 hat die SYZYGY vorläufige Zahlen präsentiert und mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2019 wurden diese bestätigt. Wie damit bereits bekannt war, hatte die Gesellschaft in 2019 einen Umsatzrückgang in Höhe von -2,4 % auf 64,24 Mio. € (VJ: 65,82 Mio. €) ausgewiesen, der leicht unter der zum Halbjahr angepassten Guidance einer stabilen Umsatzentwicklung lag. Verantwortlich dafür war die erneute Schwäche bei den internationalen Tochtergesellschaften, hier vor allem bei den in Großbritannien tätigen Töchtern. Budgetrückgänge bei wichtigen Kunden hatten im internationalen Geschäft zu einem Umsatzrückgang in Höhe von 25,4 % auf 16,16 Mio. € (VJ: 21,66 Mio. €) geführt. Gewohnt stark entwickelte sich hingegen das Deutschland-Geschäft. Das Umsatzwachstum in Höhe von 6,7 % auf einen neuen Rekordwert von 49,67 Mio. € (VJ: 46,57 Mio. €) gibt die gute Entwicklung bei den Neukunden sowie im Bestandskundengeschäft wieder.
- Die leicht rückläufigen Umsatzerlöse sowie der negative Ergebnisbeitrag der UK-Tochtergesellschaften hatten insgesamt einen auf 5,50 Mio. € (VJ: 6,07 Mio. €) rückläufigen EBIT zur Folge. Im Geschäftsbericht 2018 wurde eine 10%ige EBIT-Steigerung, im Halbjahresbericht 2019 eine EBIT-Marge von 8 % - 9 % in Aussicht gestellt. Die reduzierte EBIT-Prognose wurde dabei mit einer EBIT-Marge von 8,6 % erfüllt. Unterm Strich hatte SYZYGY ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,47 Mio. € (VJ: 4,72 Mio. €) erzielt.
- Die noch nicht abzusehenden Auswirkungen aus der Covid-19-Pandemie rücken die Stabilität der Vermögenslage von Gesellschaften in den Fokus. SYZYGY weist diesbezüglich solide Bilanzrelationen auf. Zwar reduzierte sich die EK-Quote, bei einem Eigenkapital in Höhe von 52,94 Mio. € (31.12.18: 54,00 Mio. €) auf 44,3 % (31.12.18: 49,3 %), dies ist in erster Linie auf die erstmalige Anwendung von IFRS 16 zurückzuführen. Unverändert verfügt die Gesellschaft aber über eine vergleichsweise solide Eigenkapitalausstattung, wobei gleichzeitig mit lediglich rund 2,00 Mio. € nur geringe Bankverbindlichkeiten in Anspruch genommen werden. Dies erhöht die Flexibilität in einem möglichen Krisenszenario.
- In der aktualisierten Unternehmens-Guidance rechnet der SYZYGY-Vorstand unter Berücksichtigung möglicher Covid-19-Effekte und einem möglichen rückläufigen Ausgabeverhalten nun mit einem Umsatzrückgang zwischen 10 % und 20 %. Auch wenn SYZYGY von einem Budgetrückgang betroffen sein sollte, so ist die Gesellschaft mit ihrem Produktspektrum beispielsweise Teil der E-Commerce-Infrastruktur und damit in den Prozessen der Kunden eingebunden. Das Plattformgeschäft dürfte bei einem Rückgang von Werbekampagnen dabei deutlich weniger betroffen sein. Darüber hinaus lässt sich die Mehrzahl der Kundenaufträge auch „Remote“ und damit im Rahmen von Home Office abarbeiten. Für 2020 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 54,61 Mio. € und unterstellen für die kommenden Geschäftsjahre mit einem Anstieg von jeweils 15 % eine Rückkehr zum Wachstum.
- Das EBIT sollte, wie vom SYZYGY-Vorstand erwartet, im mittleren einstelligen Bereich ausfallen. SYZYGY hat diesbezüglich sowohl beim Personalaufwand (Kurzarbeit, Restrukturierung, etc. Maßnahmen eingeleitet) als auch bei den sonstigen Aufwendungen die Möglichkeit, Kosteneinsparungen zu erzielen. Während wir für 2020 einen Rückgang der EBIT-Marge auf 5,3 % unterstellen, könnte die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren hier vergleichsweise schnell deutliche Verbesserungen erzielen. Für 2021 rechnen wir mit einem Margenanstieg auf 10,0 % und für 2022 auf 10,4 %.

- Auf dieser Grundlage haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells ein neues Kursziel in Höhe von 9,25 € (bisher: 10,00 €) ermittelt. Der Rückgang des fairen Wertes resultiert in erster Linie aus den reduzierten Prognosen aufgrund der Berücksichtigung der möglichen Covid-19-Auswirkungen. Dadurch ist für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells eine niedrigere Basis gegeben. Nach dem starken Kursrückgang der SYZGY-Aktie beläuft sich das aktuelle Kurspotenzial auf rund 80 % und wir vergeben daher das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

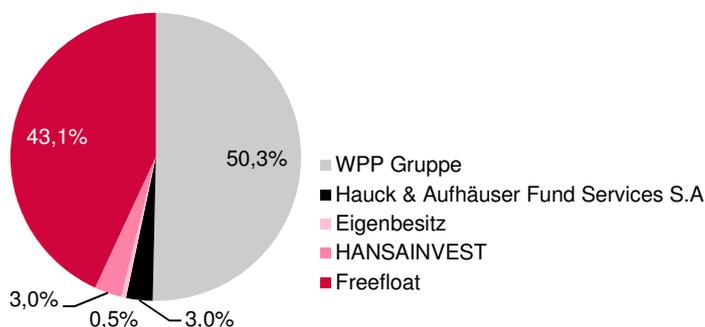
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte/Dienstleistungen	5
Referenzkunden (Auswahl)	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2019	9
Umsatzentwicklung 2019	9
Ergebnisentwicklung 2019	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
Prognose und Bewertung	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

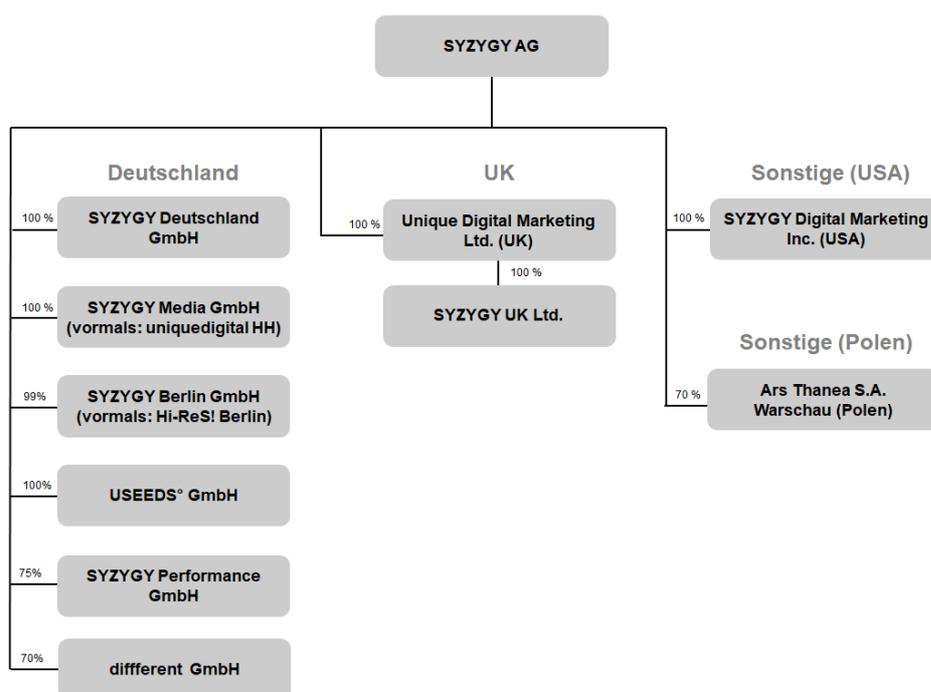
Aktionärsstruktur

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

Produkte/Dienstleistungen

Als internationale Agenturgruppe für digitales Marketing vereint die Konzernobergesellschaft **SYZYGY AG** insgesamt elf operativ tätige Tochtergesellschaften womit eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet ist. Entsprechend der Segmentaufteilung der SYZYGY-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „Großbritannien“ sowie „sonstige Segmente“ unterteilt.

Zuletzt hat die SYZYGY AG (jeweils in 2017) mit dem Erwerb des Performance Marketing Dienstleisters Catbird Seat GmbH (in 2018 in SYZYGY Performance GmbH umbenannt) sowie des Strategie- und Beratungsdienstleisters different GmbH die Konzentration auf den deutschen Kernmarkt forciert. Im Vordergrund steht hierbei insbesondere eine Ausweitung der digitalen Wertschöpfungskette, welche in unseren Augen besonders gut durch den different-Erwerb umgesetzt wurde. Mit der möglichen Abdeckung der Strategieberatung können Kundenprojekte bereits zu einem früheren Projektzeitpunkt und damit deutlich umfassender betreut werden. Darauf aufbauend hat die SYZYGY das

Geschäftsmodell in drei Bereiche eingeteilt: **Strategie** (Business Innovation, Brand & Communication, Mediaplanung, Technology & Data, Team Enablement), **Produkt** (Product & Service Design, Experience Design & Creative Technology, Software Engineering & Technical Implementation, Maintenance & Operations) sowie **Aktivierung** (Campaigns & Storytelling, Creative Production & Editorial Planning, Performance Marketing & Media).

Strategie	Produkt	Aktivierung
In der Strategie arbeit wird die Grundlage für die Produktentwicklung, für die Entwicklung von Dienstleistungen und Marketingkampagnen gelegt. Hier werden unterschiedliche Perspektiven – vom Anwender zur Technologie oder von der Marke zum Unternehmen - zusammengebracht.	Plattformen, Dienstleistungen oder individuelle Softwarelösungen bilden die Produktpalette der SYZYGY. Das Ziel ist es, hohe Standards für Kundenerlebnis, Design, Sicherheit und Skalierbarkeit zu erfüllen.	Durch die Erstellung von Inhalten mit dazugehörigen Performance- und Medienplänen soll der Traffic über alle relevanten Kanäle effizient zu digitalen Kontaktpunkten geführt werden. Letztendlich soll das Markenpotenzial ausgeschöpft werden, indem Zielgruppen aktiviert werden.

Referenzkunden (Auswahl)

Die Dienstleistungen und Produkte der SYZYGY Gruppe werden von einem namhaften, branchenübergreifenden Kundenstamm in Anspruch genommen:



MARKT UND MARKTUMFELD

Die Bandbreite an Produkten und das breit ausgerichtete Dienstleistungsspektrum umfasst neben den mittlerweile „klassischen“ Komponenten der digitalen Werbung auch die kreative und technologische Entwicklung von Markenplattformen, Business-Applikationen oder Mobile Apps. Die verfügbaren Marktdaten zu den Werbeausgaben, hier mit besonderer Fokussierung auf das Online-Marketing, decken dabei lediglich ein Teilspektrum der Syzygy-Dienstleistungen ab und liefern dabei allenfalls einen Anhaltspunkt zu den allgemeinen Tendenzen in der Digitalbranche. Auch wenn die Gesellschaft neben Deutschland in UK, in den USA und in Polen tätig ist, erkennen wir eine starke Fokussierung auf den deutschen Markt. Damit weist unserer Ansicht nach die Entwicklung des deutschen Marktes eine hohe Relevanz auf.

Gemäß zuletzt bestätigter Prognose wurden laut OVK (Online-Vermarkterkreis im Bundesverband Digitale Wirtschaft) in 2019 insgesamt 3,6 Mrd. € mit digitaler Display-Werbung umgesetzt, was gegenüber dem Vorjahr einem Wachstum von rund 10,0 % entspricht. Als Treiber hinter dieser Entwicklung gelten, wie auch schon in den Vorjahren, die steigende Internetnutzung sowie das veränderte Mediennutzungsverhalten. Gegenüber dem allgemeinen Werbemarkt, der gemäß Nielsen in 2019 um 1,9 % gewachsen ist, wird die signifikant höhere Dynamik des digitalen Teilsegmentes sichtbar. Das von Nielsen ermittelte Wachstum bei Online-Medien beläuft sich dabei auf 7,9 %, also etwas unterhalb der OVK-Statistiken.

Die dynamische Entwicklung in 2019 bietet im Grunde eine gute Basis für eine Fortsetzung des Wachstums. Laut OVK sollen die Umsätze in der digitalen Display-Werbung in 2020 um rund 7 % zulegen. Allerdings wurden in diesen Prognosen die möglichen negativen Auswirkungen von Covid-19 nicht einberechnet. Einerseits dürften die Werbemärkte dabei von einer deutlich rückläufigen Budgetentwicklung geprägt sein. Die noch nicht absehbaren Auswirkungen auf den Einzelhandel und den Konsumgüterbereich, auf die Automobilbranche oder auf den Bereich der Dienstleistungen, also Branchen, die für die Syzygy wichtig sind, gehen hier mit einem hohen Unsicherheitsfaktor einher. Darüber hinaus waren die Kalenderjahre, in denen große Sportveranstaltungen ausgerichtet wurden, bislang jeweils von einer Sonderkonjunktur bei den Werbeausgaben geprägt. Mit der Verschiebung der Fußball-Europameisterschaft und der Olympischen Sommerspiele ins kommende Kalenderjahr wird dieser Effekt aber in 2020 wegfallen. Erst kürzlich meldeten beispielsweise facebook und twitter signifikant rückläufige Werbeeinnahmen, insbesondere aus den Ländern, in denen umfangreiche Maßnahmen gegen die Covid-19 Ausbreitung eingeführt waren.

Unserer Ansicht nach lassen sich insbesondere für das laufende Geschäftsjahr keine aussagekräftigen Marktprognosen erstellen. Es stehen hier vielmehr die übergeordneten Trends in der Werbebranche sowie im Digitalmarketing im Blickpunkt. Wird die bisherige Entwicklung als Referenz für die mittelfristigen Marktaussichten, nach einer Wiederherstellung der Normalität herangezogen, so bleibt die Aussage unverändert, dass SYZYGY in einer wachstumsstarken Branche tätig ist.

Aufgrund des breiten Dienstleistungsspektrums dürfte SYZYGY nicht in dem Ausmaß von den negativen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie betroffen sein, wie etwa die klassischen digitalen oder analogen Werbeagenturen. SYZYGY-Dienstleistungen sind beispielsweise Teil der E-Commerce-Infrastruktur und damit in den Prozessen der Kunden eingebunden. Das Plattformgeschäft dürfte bei einem Rückgang von Werbekampagnen dabei deutlich weniger betroffen sein.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	65,82	64,24	54,61	62,80	72,22
Einstandskosten der erbrachten Leistungen	-47,93	-45,81	-39,32	-44,59	-51,27
Nettoergebnis	17,89	18,43	15,29	18,21	20,94
Vertriebs- und Marketingkosten	-5,40	-5,95	-5,75	-5,78	-6,44
Allgemeine Verwaltungskosten	-8,64	-9,91	-9,32	-9,30	-9,88
sonstige betriebliche Erträge	2,21	2,93	2,70	3,15	2,90
EBIT	6,07	5,50	2,92	6,28	7,53
Finanzerträge	0,63	0,72	0,20	0,20	0,20
Finanzaufwand	-0,16	-1,02	-1,00	-1,00	-1,00
EBT	6,54	5,19	2,12	5,48	6,73
Steuern	-1,65	-1,65	-0,64	-1,64	-2,02
Nachsteuerergebnis	4,89	3,54	1,48	3,84	4,71
Minderheitenanteile	-0,17	-0,07	0,00	-0,05	-0,05
Jahresüberschuss	4,72	3,47	1,48	3,79	4,66
EBITDA	8,18	10,88	8,07	11,43	12,68
in % der Umsatzerlöse	12,4%	16,9%	14,8%	18,2%	17,6%
EBIT	6,07	5,50	2,92	6,28	7,53
in % der Umsatzerlöse	9,2%	8,6%	5,3%	10,0%	10,4%
Ergebnis je Aktie in €	0,35	0,26	0,11	0,28	0,35
Dividende je Aktie in €	0,40	0,20	0,08	0,20	0,24

Geschäftsentwicklung 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	64,27	60,67	65,82	64,24
davon Segment Deutschland	41,22	40,30	46,57	49,67
davon Segment International	25,59	22,43	21,66	16,16
EBIT	5,60	4,10	6,07	5,50
EBIT-Marge	8,7%	6,8%	9,2%	8,6%
Finanzergebnis	1,34	1,44	0,47	-0,30
Jahresüberschuss*	5,08	4,24	4,89	3,47

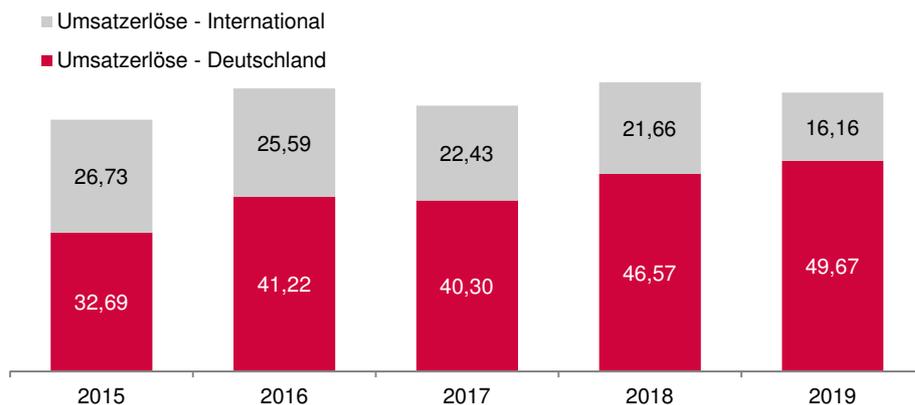
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; *vor Minderheiten

Umsatzentwicklung 2019

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2018 hatte der SYZYGY-Vorstand für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 ein Umsatzwachstum im oberen einstelligen Prozentbereich in Aussicht gestellt. Bereits zum Halbjahr 2019 wurde die Prognose, aufgrund der sich abzeichnenden schwächeren Entwicklung im internationalen Geschäft und der daraus resultierenden notwendigen Restrukturierungen, reduziert. Im Rahmen der angepassten Guidance wurden Umsatzerlöse auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2018 erwartet. Tatsächlich wurde die Vorstandsprognose mit einem leichten Umsatzrückgang in Höhe von -2,4 % auf 64,24 Mio. € (VJ: 65,82 Mio. €) marginal verfehlt.

Wie auch schon in den Vorjahren zeigt die regionale Aufteilung der Umsatzerlöse eine heterogene Entwicklung auf. In Deutschland erreichte SYZYGY mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 6,7 % auf 49,67 Mio. € (VJ: 46,57 Mio. €) einen neuen Rekordwert. Grundlage für diese Entwicklung war einerseits die umgesetzte Konzentration auf den deutschen Markt sowie andererseits Umsatzimpulse aus dem Neukundengeschäft. Neben Lufthansa, für die SYZYGY seit 2019 als Leadagentur fungiert, wurden namhafte Kunden wie Daimler Financial Services, Deutsche Bahn oder Porsche gewonnen.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

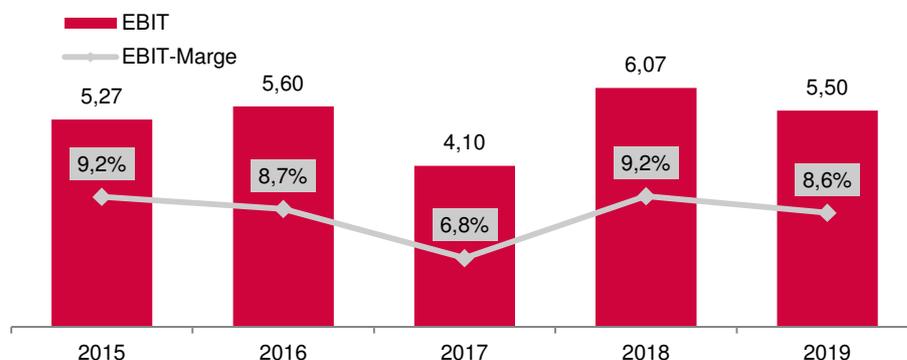
Dem steht jedoch die Fortsetzung der rückläufigen Tendenz der im Ausland erwirtschafteten Umsätze entgegen. Mit einem weiteren Umsatzrückgang um 25,4 % auf 16,16 Mio. € (VJ: 21,66 Mio. €) wurde hier der niedrigste Umsatzwert der vergangenen sechs Jahre erreicht. Rückläufige Budgets wichtiger Kunden in Großbritannien und in den USA, denen jedoch keine entsprechenden Neukundengewinne gegenüber standen, hatten zu der insgesamt rückläufigen Entwicklung des internationalen Geschäftes geführt. Es wurden diesbezüglich von der SYZYGY bereits Restrukturierungsmaßnahmen umgesetzt, im Rahmen derer beispielsweise in Großbritannien die Mitarbeiteranzahl um 45

Personen reduziert wurde. Diese Reduktion geht mit der Neuausrichtung der operativen Strukturen in UK einher. 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. Bei der US-amerikanischen Tochtergesellschaft, die von Umsatzverlusten des Bestandskunden AVIS Budget Group betroffen war, soll das Neukundengeschäft durch einen Manager neue Impulse erhalten.

Ergebnisentwicklung 2019

Die leicht rückläufigen Umsatzerlöse sowie der negative Ergebnisbeitrag der UK-Tochtergesellschaften hatten insgesamt einen auf 5,50 Mio. € (VJ: 6,07 Mio. €) rückläufigen EBIT zur Folge. Im Geschäftsbericht 2018 wurde eine 10%ige EBIT-Steigerung, im Halbjahresbericht 2019 eine EBIT-Marge von 8 % - 9 % in Aussicht gestellt. Die reduzierte EBIT-Prognose wurde dabei mit einer EBIT-Marge von 8,6 % erfüllt.

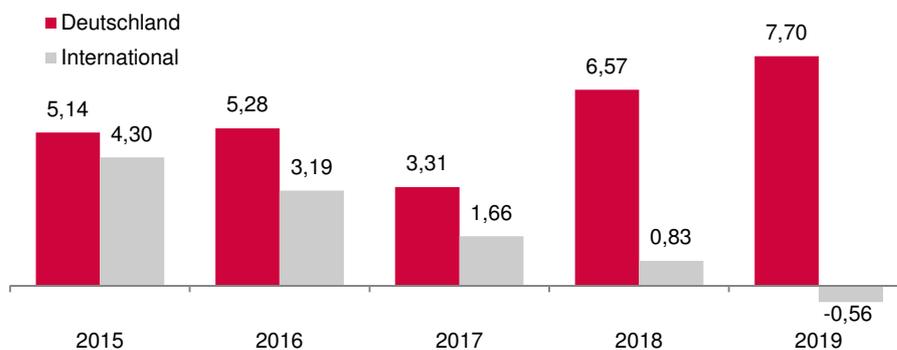
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Auch auf Ergebnisebene werden starke Unterschiede der einzelnen Berichtsregionen ersichtlich. Dabei erreichten die deutschen Gesellschaften mit einem EBIT in Höhe von 7,70 Mio. € (VJ: 6,57 Mio. €) einen neuen Rekordwert. Hier lag die EBIT-Marge mit 15,5 % (VJ: 14,1 %) sogar oberhalb des langfristig anvisierten Niveaus von 15%. Der negative Ergebnisbeitrag der in Großbritannien tätigen Gesellschaften (-1,23 Mio. €) hatte insgesamt zu einem negativen EBIT der ausländischen Töchter in Höhe von -0,56 Mio. € (VJ: 0,83 Mio. €) geführt. Gemäß Unternehmensangaben wurde in UK im vierten Quartal 2019 jedoch der Break-Even erreicht, was auf den Erfolg der Restrukturierungsmaßnahmen zurückzuführen ist.

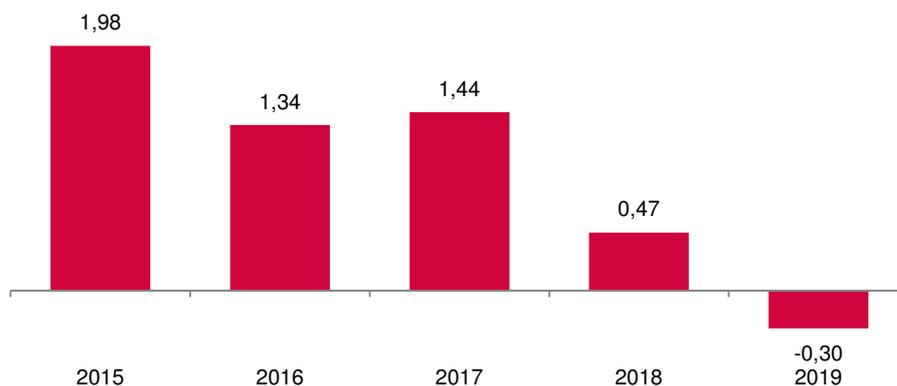
Regionale EBIT-Aufteilung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Mit der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 (Bilanzierung von Leasingverträgen) werden zwar Auswirkungen auf die GuV der SYZYGY ersichtlich, auf EBIT-Basis halten sich diese jedoch mit 0,28 Mio. € in Grenzen. Etwas stärker war die Auswirkung jedoch auf das Finanzergebnis, welches zusätzliche Finanzaufwendungen in Höhe von 0,68 Mio. € enthält und damit mit insgesamt -0,30 Mio. € (VJ: 0,47 Mio. €) erstmals überhaupt im negativen Bereich lag. Bereinigt um IFRS 16 hätte SYZYGY ein Finanzergebnis in Höhe von 0,38 Mio. € ausgewiesen.

Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

In den vergangenen Geschäftsjahren haben die Finanzerträge typischerweise einen wichtigen Beitrag zum Gesamtergebnis der SYZYGY geleistet. Die Bedeutung des Finanzergebnisses ist jedoch infolge der getätigten Akquisitionen und des damit rückläufigen Wertpapierbestandes seit 2018 geringer geworden. Zudem haben sich die Renditen bezogen auf den Marktwert des durchschnittlichen Wertpapierportfolios in den vergangenen Geschäftsjahren „normalisiert“. In 2019 lag diese bei 5,2 % (VJ: 4,8 %). Zwischen 2014 und 2017 wurden mit dem Management der Wertpapiere noch deutlich höhere Renditen zwischen 7,8 % und 12,8 % erzielt.

Durch die erstmalige IFRS 16-Anwendung wurde das Vorsteuerergebnis um 0,40 Mio. € belastet. Darüber hinaus hatte die überdurchschnittlich gute Ergebnisentwicklung in Deutschland, das in Vergleich zu Großbritannien und USA höhere Steuersätze aufweist, zu einem überproportionalen Anstieg des Konzernsteuersatzes auf 31,8 % (VJ: 25,2 %), geführt. In Summe ist das Nachsteuerergebnis damit mit 3,47 Mio. € (VJ: 4,72 Mio. €) stärker zurückgegangen als das EBIT.

Bilanzielle und finanzielle Situation

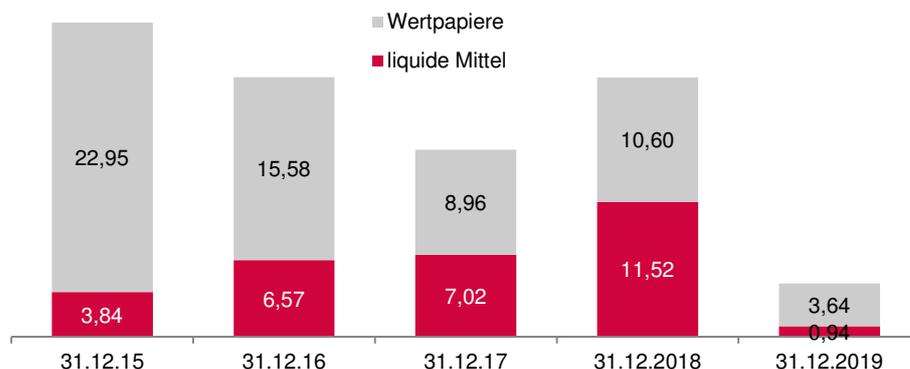
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	49,79	55,93	54,00	52,94
EK-Quote (in %)	61,6%	53,5%	49,3%	44,3%
Goodwill	33,80	58,17	58,12	58,44
Operatives Anlagevermögen	3,23	7,83	6,93	31,91
davon aus IFRS 16	-	-	-	20,70
Working Capital	-3,37	-4,22	-17,03	-6,68
Liquide Mittel	22,15	15,98	22,12	4,59
Cashflow - operativ	5,93	4,78	16,36	-4,46
Cashflow - Investition	2,12	-3,87	-4,95	3,77
Cashflow - Finanzierung	-4,86	-0,27	-6,96	-10,27

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die noch nicht abzusehenden Auswirkungen aus der Covid-19-Pandemie rücken die Stabilität der Vermögenslage von Gesellschaften in den Fokus. SYZYGY weist diesbezüglich solide Bilanzrelationen auf. Im Vordergrund steht hier das Eigenkapital in Höhe von 52,94 Mio. €, verbunden mit einer hohen EK-Quote in Höhe von 44,3 % (VJ: 49,3 %). Die rückläufige Tendenz der EK-Quote der vergangenen Geschäftsjahre steht in erster Linie mit den erfolgten Unternehmensakquisitionen in Verbindung. Im vergangenen Geschäftsjahr kam zudem die erstmalige Anwendung von IFRS 16 zum Tragen, was zu einer spürbaren Bilanzverlängerung um 21,47 Mio. € geführt hatte. Bereinigt um diesen Effekt hätte SYZYGY eine EK-Quote in Höhe von 54,0 % und damit wieder auf einem gewohnt hohen Niveau ausgewiesen. Erwähnenswert ist der Umstand, wonach die Gesellschaft zum Bilanzstichtag 31.12.19 Kredite in einem Volumen von lediglich rund 2,0 Mio. € in Anspruch genommen hat, womit eine hohe Flexibilität gegeben ist.

Der deutliche Rückgang der liquiden Mittel (inkl. Wertpapier) auf 4,59 Mio. € (31.12.18: 22,12 Mio. €) ist besonders auffällig. Dies ist eine Folge des deutlich negativen Gesamt-Cashflows in Höhe von -10,96 Mio. € (VJ: 4,45 Mio. €). Neben dem negativen operativen Cashflow in Höhe von -4,46 Mio. €, der besonders von niedrigeren erhaltenen Anzahlungen sowie von der Rückführung kurzfristiger Verbindlichkeiten geprägt war, weist SYZYGY hohe Abflüsse im Bereich des Finanzierungs-Cashflows aus. Hier sind einerseits die Dividendenausschüttungen in Höhe von 5,99 Mio. €, die Rückführung von Krediten in Höhe von 1,05 Mio. € sowie die in diesem Bereich neu klassifizierten Leasingzahlungen in Höhe von 3,22 Mio. € enthalten. Bislang waren die Leasingzahlungen (Büromieten, Fuhrpark etc.) innerhalb des operativen Cashflows abgebildet.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	64,24	54,61	62,80	72,22
EBITDA	10,88	8,07	11,43	12,68
EBITDA-Marge	16,9%	14,8%	18,2%	17,6%
EBIT	5,50	2,92	6,28	7,53
EBIT-Marge	8,6%	5,4%	10,0%	10,4%
Finanzergebnis	-0,30	-0,80	-0,80	-0,80
Jahresüberschuss (vor Minderheiten)	3,47	1,48	3,79	4,66

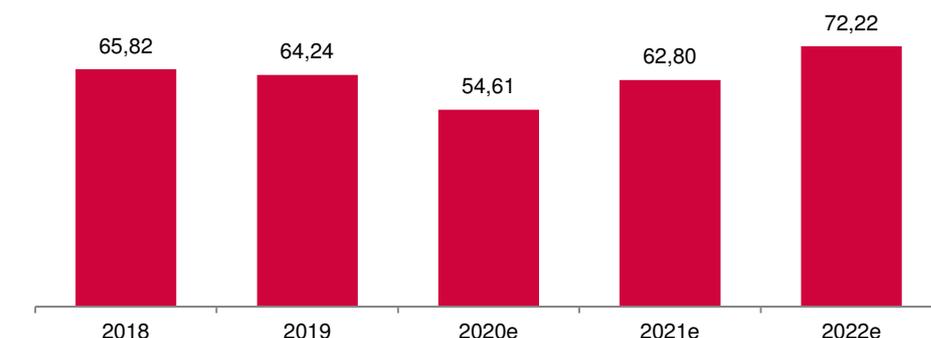
Quelle: GBC AG

Im Prognoseteil des Geschäftsberichtes 2019 ist das SYZYGY-Management auf die möglichen Auswirkungen im Rahmen der aktuellen Covid-19-Pandemie eingegangen. Erwartungsgemäß werden dabei die Belastungen auf den digitalen Werbemarkt als signifikant eingestuft, eine Eingrenzung der möglichen Auswirkungen ist jedoch naturgemäß derzeit nicht möglich. Grundsätzlich wird dabei die Gefahr von Budgetkürzungen sowie von der Verschiebung oder sogar Stornierung geplanter Kampagnen als hoch angesehen. Auch wenn SYZYGY davon betroffen sein sollte, so ist die Gesellschaft mit ihrem Dienstleistungsspektrum beispielsweise Teil der E-Commerce-Infrastruktur und damit in den Prozessen der Kunden eingebunden. Das Plattformgeschäft dürfte bei einem Rückgang von Werbekampagnen dabei deutlich weniger betroffen sein.

Da aber das Management von einem rückläufigen Ausgabeverhalten der Kunden ausgeht, wird für das laufende Geschäftsjahr 2020 mit einem Rückgang der Umsatzerlöse im Bereich zwischen 10 – 20 %, also auf 51,4 Mio. € - 57,8 Mio. €, ausgegangen. Ohne Covid-19-Effekte war ein Umsatzwachstum im niedrigen einstelligen Prozentbereich geplant. Bei den deutschen Gesellschaften wird dabei ein Umsatzrückgang in einem hohen einstelligen Bereich und bei den ausländischen SYZYGY-Töchtern von rund 20 % erwartet. Insbesondere der Beratungsbereich sowie das Performance Marketing könnten hier von Umsatzrückgängen betroffen sein.

Hiervon ausgehend rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2020 mit Umsatzerlösen in Höhe von 54,61 Mio. € und gehen damit von Umsatzrückgängen in Höhe von 15,0 % aus. Vorausgesetzt die primären Auswirkungen der Covid-19-Pandemie beschränken sich lediglich auf das laufende Geschäftsjahr, könnte die Gesellschaft in den kommenden Geschäftsjahren 2021 und 2022 von starken Aufholendenzen geprägt sein. Ein Übertreffen des 2019er Umsatzniveaus unterstellen wir jedoch erst für das Geschäftsjahr 2022 und gehen dementsprechend noch von einem verhaltenen Budgetverhalten der SYZYGY-Kunden in 2021 aus.

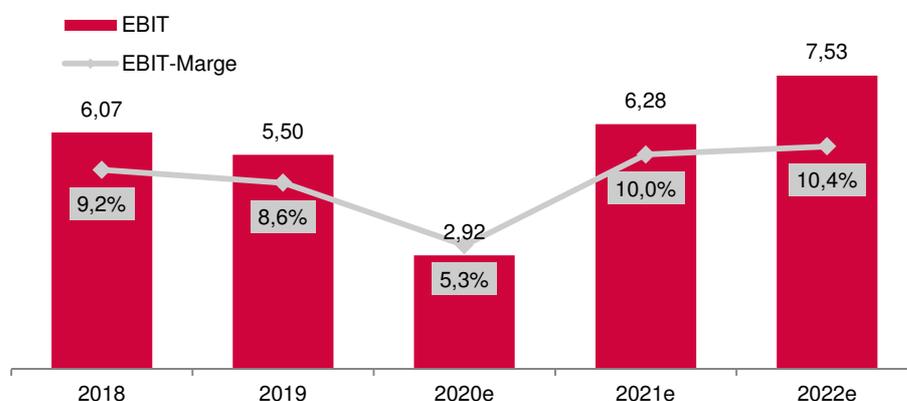
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gemäß angepasster Ergebnisprognose rechnet der SYZYGY-Vorstand mit einer EBIT-Marge im mittleren einstelligen Bereich. Ein Blick auf die Kostenstruktur der Gesellschaft verdeutlicht, warum diese Annahme, trotz eines deutlichen Umsatzrückgangs, realistisch ist. Dabei stellen die Personalaufwendungen innerhalb der einzelnen Kostenpositionen mit 36,71 Mio. € (VJ: 36,68 Mio. €) den größten Kostenblock dar. Gemessen am Umsatz entspricht dies einer Kostenquote von 57,1 % (VJ: 55,7 %). Beim Personalaufwand, der unserer Ansicht nach einen vergleichsweise fixen Charakter hat, ist insbesondere nach der erfolgten Restrukturierung in Großbritannien, was mit einem entsprechenden Mitarbeiterrückgang um 45 Personen einherging, zumindest mit einer rückläufigen Entwicklung zu rechnen. Auf der anderen Seite könnten bei Bedarf Maßnahmen wie bspw. Kurzarbeit für eine weitere Reduktion sorgen. Die weiteren Kosten, wie etwa Aufwendungen für freie Mitarbeiter, Sachaufwendungen etc. dürften zudem ebenfalls reduziert werden. Gleichzeitig sollte der Wegfall der Restrukturierungsaufwendungen, die im Vorjahr noch für Ergebnisbelastungen gesorgt hatten, zu einer Kostenentlastung führen.

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



Quelle: GBC AG

Das anvisierte EBIT-Margenniveau von 10% könnte bereits im kommenden Geschäftsjahr 2021 erreicht sowie in 2021 übertroffen werden. Künftig sollte das Finanzergebnis, da die Konzernliquidität nunmehr auf „Normalniveau“ gefallen ist, keinen Ergebnisbeitrag mehr leisten. Im Gegenteil, durch die Fortführung der Bilanzierung nach IFRS 16 sollte SYZYGY in den kommenden Geschäftsjahren sogar ein negatives Finanzergebnis vorweisen. Unterm Strich sollte demnach, nach dem erwarteten deutlichen Rückgang des Nachsteuerergebnisses in 2020, in 2021 und 2022 wieder an den Niveaus der vergangenen Jahre angeknüpft werden.

Auch wenn das laufende Geschäftsjahr von erheblichen Belastungen geprägt sein wird, gibt es bei der SYZYGY gute Gründe, warum sich diese in Grenzen halten werden sowie für eine schnelle Erholung im Nachgang der Krise:

- Gemäß Geschäftsmodell lassen sich die Kundenaufträge überwiegend im Rahmen von Home Office abarbeiten. Die Gesellschaft ist infrastrukturell hierfür gut ausgerüstet und daher sollte es hier zunächst nur geringe Effektivitätseinbußen geben.
- Vielfach sind die SYZYGY-Dienstleistungen Bestandteil der Vertriebsinfrastruktur und in den Prozessen eingebunden und daher für die Kunden von hoher Wichtigkeit.
- SYZYGY verfügt über solide Bilanzstrukturen, die eine hohe Flexibilität im aktuellen Umfeld bieten.
- Die Gesellschaft kann auf die aktuelle Situation flexibel reagieren und dürfte durch Kosteneinsparungen, die zum Teil auch nachhaltiger Natur sein könnten, ein positives Ergebnisniveau vorweisen.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2021 bis 2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 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 17,6 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY 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 1,00 % (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 1,05 (bisher: 1,07). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,58) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,76 % (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 6,76 % (bisher: 7,12 %).

Bewertungsergebnis

Das Resultat des DCF-Bewertungsmodells liegt bei einem fairen Wert je Aktie 9,25 € (bisher: 10,00 €). Der Rückgang des fairen Wertes resultiert in erster Linie aus den reduzierten Prognosen aufgrund der Berücksichtigung der möglichen Covid-19-Auswirkungen. Dadurch liegt für die Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells eine niedrigere Basis vor.

DCF-Modell

SYZGY AG - 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	17,6%	ewige EBITA - Marge	12,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-2,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	54,61	62,80	72,22	75,83	79,62	83,60	87,78	92,17	
US Veränderung	-15,0%	15,0%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,92	2,46	3,23	3,95	4,75	5,62	6,53	7,47	
EBITDA	8,07	11,43	12,68	13,31	13,97	14,67	15,41	16,18	
EBITDA-Marge	14,8%	18,2%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	17,6%	
EBITA	2,92	6,28	7,53	8,15	9,54	10,80	11,97	13,07	
EBITA-Marge	5,3%	10,0%	10,4%	10,7%	12,0%	12,9%	13,6%	14,2%	12,5%
Steuern auf EBITA	-0,88	-1,88	-2,26	-2,44	-2,86	-3,24	-3,59	-3,92	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,04	4,40	5,27	5,70	6,68	7,56	8,38	9,15	
Kapitalrendite	8,1%	18,7%	22,4%	28,0%	38,8%	51,5%	65,9%	82,0%	82,8%
Working Capital (WC)	-5,00	-2,00	-2,00	-1,97	-2,07	-2,17	-2,28	-2,40	
WC zu Umsatz	-9,2%	-3,2%	-2,8%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	-2,6%	
Investitionen in WC	-1,68	-3,00	0,00	-0,03	0,10	0,10	0,11	0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,50	25,50	22,35	19,19	16,75	14,88	13,45	12,34	
AFA auf OAV	-5,15	-5,15	-5,15	-5,16	-4,43	-3,87	-3,44	-3,11	
AFA zu OAV	18,1%	20,2%	23,0%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	
Investitionen in OAV	-1,74	-2,15	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	23,50	23,50	20,35	17,22	14,68	12,71	11,16	9,94	
EBITDA	8,07	11,43	12,68	13,31	13,97	14,67	15,41	16,18	
Steuern auf EBITA	-0,88	-1,88	-2,26	-2,44	-2,86	-3,24	-3,59	-3,92	
Investitionen gesamt	-6,08	-5,15	-10,62	-2,03	-1,90	-1,90	-1,89	-1,89	
Investitionen in OAV	-1,74	-2,15	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-1,68	-3,00	0,00	-0,03	0,10	0,10	0,11	0,11	
Earm-Out-Zahlungen	-2,66	0,00	-8,62	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
nicht liquiditätswirksame Effekte (IFRS16)	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	-3,34	
Freie Cashflows	-2,23	1,06	-3,54	5,50	5,87	6,20	6,58	7,03	168,56

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	126,88	134,40
Barwert expliziter FCFs	20,27	20,59
Barwert des Continuing Value	106,60	113,81
Nettoschulden (Net debt)	2,39	2,62
Wert des Eigenkapitals	124,48	131,78
Fremde Gewinnanteile	0,36	0,38
Wert des Aktienkapitals	124,84	132,16
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,25	9,79

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,05
Eigenkapitalkosten	6,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,8%

Kapitalrendite	WACC					
	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	
81,3%	11,83	10,30	9,10	8,14	7,35	
82,0%	11,93	10,38	9,17	8,20	7,41	
82,8%	12,03	10,47	9,25	8,27	7,47	
83,5%	12,13	10,55	9,32	8,33	7,52	
84,3%	12,22	10,64	9,39	8,40	7,58	

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, 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

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



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