



Researchstudie (Anno)

Syzygy AG



**„Umsatz- und Ergebniswachstum dürfte sich beschleunigen;
Höhere Investitionsbereitschaft der Kunden ist zu erkennen“**

Kursziel: 6,10 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20**

Syzygy AG*5

Kaufen

Kursziel: 6,10

aktueller Kurs: 5,45
3.4.2014 / ETR (17:30 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,78
Marketcap³: 70,66
EnterpriseValue³: 44,61
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 63,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Medien

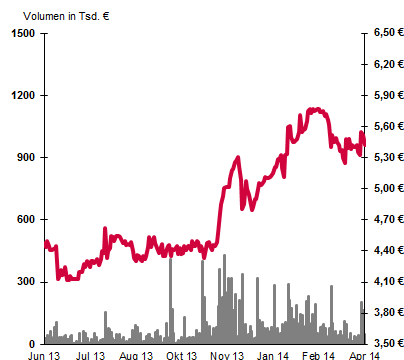
Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 395 Stand: 31.03.2014

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Andrew Stevens



SYZGY ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Hamburg, Berlin, Frankfurt, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 400 Mitarbeiter und umfasst neun operative Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZGY Deutschland GmbH und SYZGY UK Ltd entwickeln Webpräsenzen, Online-Kampagnen und Plattformen („Design & Build“), unquedigital GmbH und Unique Digital Marketing Ltd bieten ihren Kunden u.a. Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Social-Media-Strategien. Das Design-Studio Hi-ReS! London Ltd ist weltweit renommiert für die Entwicklung digitaler Erlebniswelten und gilt als Top-Adresse für kreative Internetprojekte. Flankierend hierzu wurden Hi-ReS! Berlin GmbH und Hi-ReS! New York Inc. gegründet. Zudem wird eine 70%ige Beteiligung am polnischen Designstudio Ars Thanea gehalten. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören unter anderen AVIS, Daimler, o2, Deutsche Telekom, Mazda, Deutsche Bank, Jägermeister, comdirect, Continental, KfW Bankengruppe, BMW etc.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	31,12	35,03	41,16	45,28
EBITDA	2,83	2,78	4,50	5,24
EBIT	2,12	2,02	3,58	4,33
Jahresüberschuss nach Minderheiten	9,33	3,34	3,92	4,36

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,73	0,26	0,31	0,34
Dividende je Aktie	0,25	0,28	0,30	0,32

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,38	1,27	1,08	0,99
EV/EBITDA	15,18	16,07	9,92	8,51
EV/EBIT	20,22	22,05	12,47	10,29
KGV	7,57	21,16	18,01	16,20
KBV		1,45		

Finanztermine

30.04.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht
06.06.2014: Hauptversammlung
31.07.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
31.10.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht
24.11.2014: Eigenkapitalforum Frankfurt
09.12.2014: 18. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
10.2.2014: RS / KAUFEN
7.11.2013: RS / 5,30 / KAUFEN
7.8.2013: RS / 5,15 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 5,00 / KAUFEN
8.5.2013: RS / 5,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 35,03 Mio. € (VJ: 31,12 Mio. €; Umsatzwachstum: 12,6 %) war die Syzygy AG in der Lage, einen neuen historischen Rekordwert zu erzielen. Die im Vorfeld kommunizierte Unternehmens-Guidance (Syzygy-Prognosen: Umsatzwachstum iHv. 10,0 %) wurde damit übertroffen. Hinsichtlich der GBC-Prognosen (Umsatzerlöse iHv. 35,16 Mio. €) gab es fast eine Punktlandung.
- Beide Geschäftssegmente „Deutschland“ und „Großbritannien“ haben gleichermaßen zum Umsatzwachstum beigetragen. Während die deutschen Gesellschaften mit einem Erlösanstieg in Höhe von +13,1 % ein gewohntes Umsatzwachstum präsentierten, erzielten die britischen Gesellschaften nach einer Phase rückläufiger bzw. stagnierender Umsätze ein Umsatzwachstum von +11,0%. Die Gewinnung von Neukunden, was auf eine erhöhte Investitionsbereitschaft schließen lässt, sowie auch die Ausweitung der Geschäftsbeziehungen mit bestehenden Kunden, waren hierfür verantwortlich.
- Angesichts belastender Sondereffekte bei den Tochtergesellschaften Hi-ReS! Berlin, Hi-ReS! New York und Hi-ReS! Hamburg partizipierte das operative Ergebnis nicht am Umsatzwachstum. Bei einem um 4,6 % reduzierten EBIT auf 2,02 Mio. € (VJ: 2,12 Mio. €) minderte sich die EBIT-Marge auf 5,8 % (VJ: 6,8 %). Der operative Ergebnismrückgang konnte jedoch durch ein außerordentlich starkes Finanzergebnis in Höhe von 2,12 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €) aufgefangen werden.
- Im Geschäftsjahr 2014 dürften die Umsätze der Syzygy AG von einer Beschleunigung der Wachstumsdynamik geprägt sein. Verantwortlich dafür sind einerseits die wegfallenden Sondereffekte des Geschäftsjahres 2013, die steigende Investitionsbereitschaft der Kunden in Deutschland und Großbritannien sowie das anorganische Wachstum. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von 41,16 Mio. € (Umsatzwachstum: 17,5 %) sowie für 2015 mit Umsätzen in Höhe von 45,28 Mio. € (Umsatzwachstum: 10,0 %).
- Die fehlenden Sondereffekte sollten auch eine überproportionale Ergebnisentwicklung ermöglichen. Zugleich rechnen wir vor dem Hintergrund höherer Umsatzniveaus mit einem Rentabilitätsanstieg, ein Umstand, welcher sich in einer von uns prognostizierten EBIT-Margenverbesserung wiederfindet. Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 3,58 Mio. € (EBIT-Marge: 8,7 %) sowie im Geschäftsjahr 2015 mit einem EBIT in Höhe von 4,33 Mio. € (EBIT-Marge: 9,6 %).
- Der auf der Grundlage unserer Schätzungen und damit unseres DCF-Modells errechnete faire Unternehmenswert entspricht 6,10 € je Aktie. Angesichts aktueller Kursniveaus erneuern wir damit unser KAUFEN-Rating. Erwähnenswert ist darüber hinaus die hohe Liquiditätsausstattung der Syzygy AG (1,93 € je Aktie), welche die Möglichkeit einer weiterhin hohen Ausschüttungsstrategie eröffnet. Bei einer für das GJ 2013 vorgeschlagenen Dividende je Aktie in Höhe von 0,28 €, entspricht dies einer hohen Dividendenrendite in Höhe von 5,1 %.

INHALTSVERZEICHNIS

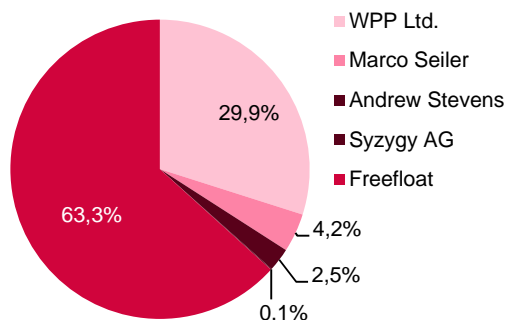
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden	5
Markt und Marktumfeld	6
Konjunkturelle Entwicklung als Taktgeber für den Werbemarkt	6
Entwicklung des Werbemarktes in Deutschland	6
Entwicklung des Werbemarktes in Großbritannien	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2013	10
Umsatzentwicklung 2013	10
Ergebnisentwicklung 2013	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen	14
SWOT-Analyse	15
Prognose und Modellannahmen	16
Umsatzprognosen	16
Ergebnisprognosen	17
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

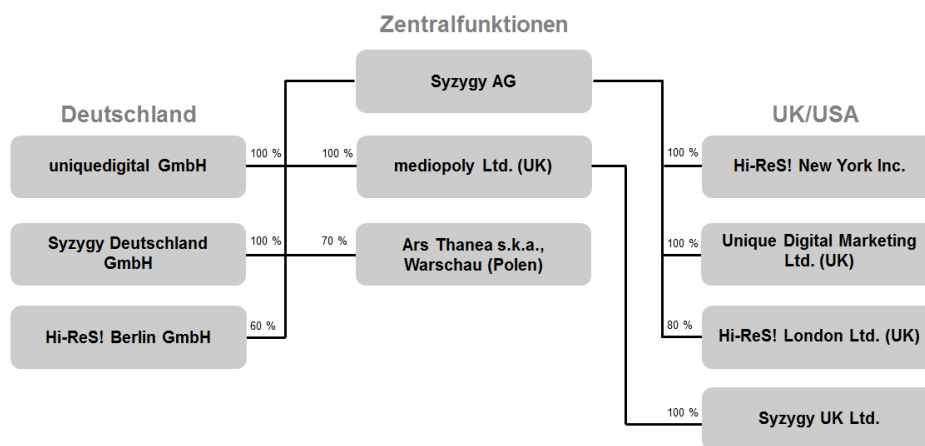
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	Anteile in %
WPP Ltd.	29,9
Marco Seiler	4,2
Andrew Stevens	2,5
Syzygy AG	0,1
Freefloat	63,3

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Als internationale Agenturgruppe für digitales Marketing vereint die Konzernobergesellschaft **Syzygy AG** insgesamt neun Tochtergesellschaften, womit die Gesellschaft eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet. Entsprechend der Segmentaufteilung der Syzygy-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „UK/USA“ und „Zentralfunktionen“ unterteilt. Gleichzeitig bildet jede Tochtergesellschaft jeweils eine Teilmenge des Produktspektrums der Syzygy AG ab.

Die in Deutschland bzw. die in Großbritannien tätigen Konzerngesellschaften **Syzygy Deutschland GmbH** und **Syzygy UK Ltd.** sind im Bereich der Digitalen Kommunikation tätig. Hierzu gehört die Entwicklung internationaler Webpräsenzen und Plattformen für die Syzygy-Kunden.

Der „Online Media“-Bereich wird von den Gesellschaften **uniuquedigital GmbH** (Deutschland) und **Unique Digital Marketing Ltd.** (Großbritannien) abgedeckt. Hierbei werden die Bereiche Online Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und Suchmaschinenoptimierung, Affiliate Marketing und Social Media abgedeckt. Darüber hinaus werden Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Web-Analyse, Conversion Optimierung (Optimierung des Besucherverhaltens auf Webseiten), oder Cross-Channel Management (Vermarktung von Produkten über verschiedene Kanäle) angeboten.

Die Tochtergesellschaften **Hi-ReS! London Ltd.** und **Hi-ReS New York Inc.** sind als Designstudios im Bereich Webdesign tätig. Darüber hinaus wird die New Yorker Gesellschaft nach einer Umstrukturierung künftig auch Leistungen im Bereich Online Marketing

anbieten. **Hi-ReS! Berlin GmbH** verfolgt mit Kreativdienstleistungen, strategischer Beratung und Entwicklung einen ganzheitlichen Ansatz.

Komplettiert wird das Geschäftsmodell vom polnischen Designstudio **Ars Thanea s.k.a.**, welches sich bei digitalen Illustrationen, Motion Design und Interactive Design ein weltweites Renommee aufgebaut hat. Im Februar 2014 hat die Syzygy AG die Anteile an dieser Tochtergesellschaft von zuvor 26 % auf rund 70 % erhöht und sie damit vollkonsolidiert.

Referenzkunden

Die Syzygy AG verfügt über einen namhaften, branchenübergreifenden Kundenstamm. Zu den wichtigsten Kunden zählen:



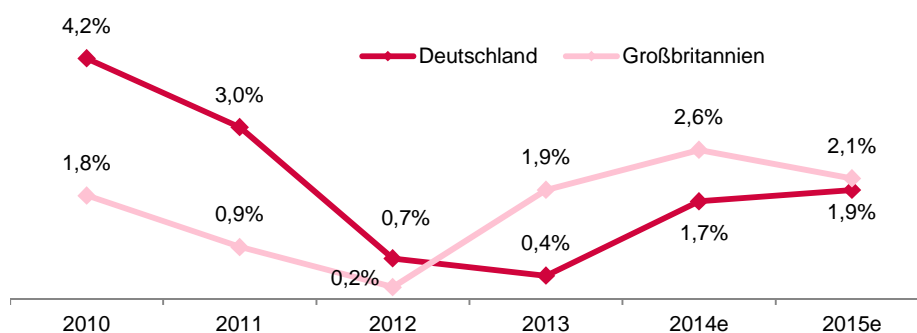
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Konjunkturelle Entwicklung als Taktgeber für den Werbemarkt

Das Geschäftsmodell der Syzygy AG weist vor dem Hintergrund der internationalen Ausrichtung mit dem Schwerpunkt auf Deutschland und Großbritannien, eine Abhängigkeit zur konjunkturellen Entwicklung in diesen Regionen auf. Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung gilt dabei als wichtiger Taktgeber für die Werbebranche. Die anhand der BIP-Entwicklung gemessenen konjunkturellen Vorgaben haben sich nach Aufholeffekten in den Jahren 2010 und 2011 auf ein niedriges Niveau eingependelt. Die deutsche Wirtschaft war dabei im Vergleich zu Großbritannien deutlich stärker und früher von Aufholeffekten geprägt. Mit einem BIP-Plus von 1,9 % zeigte UK erst im vergangenen Jahr den stärksten Anstieg nach der Finanzkrise und weist damit eine höhere Dynamik als Deutschland (+0,4 %) auf.

BIP-Entwicklung in Deutschland und Großbritannien



Quelle: Eurostat, BayernLB, GBC AG

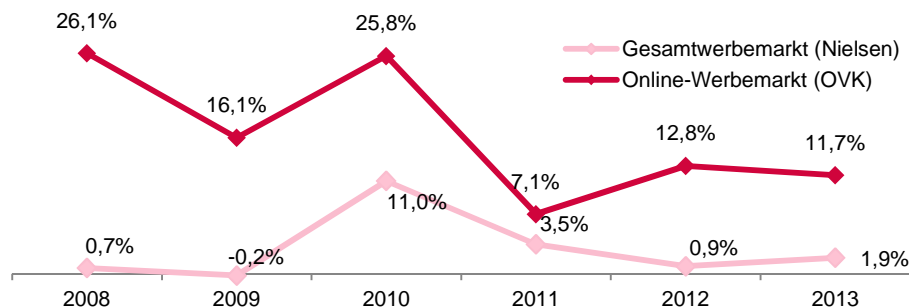
Diese Aufholeffekte sollten sich in Großbritannien, gemäß aktuellen Prognosen, in den nächsten Jahren sogar verstärken. Auch für Deutschland wird mit einer Zunahme der Wachstumsraten gerechnet, wodurch das erwartete BIP-Wachstum beider Regionen deutlich oberhalb des EU-Durchschnitts liegen dürfte.

Entwicklung des Werbemarktes in Deutschland

Die Korrelation und damit die hohe Abhängigkeit der Werbebranche zur allgemeinen Wirtschaftsentwicklung sind beispielhaft anhand der Wachstumsraten des Bruttowerbemarktes in Deutschland sichtbar. Parallel zur konjunkturellen Erholung sind die Werbeausgaben seit 2010 kontinuierlich angestiegen. Lediglich im Krisenjahr 2009 war der deutsche Werbemarkt von rückläufigen Ausgaben (-0,2 %) betroffen. Insgesamt lagen aber die Wachstumsraten beim deutschen Werbemarkt oberhalb der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Gemäß dem Marktforschungsunternehmen Nielsen Media Research GmbH legten die Bruttowerbeausgaben in 2013 gegenüber dem Vorjahr um 1,9 % zu. Erneut dürfte die Online-Werbung (klassische Online-Werbung, Suchwortvermarktung, Affiliate-Netzwerke) mit einem prognostizierten Wachstum in Höhe von 11,7 % einen überproportionalen Anteil daran gehabt haben (Quelle: OVK Online-Report 2013/02). Damit konnte die Wachstumsdynamik des Jahres 2012 in etwa beibehalten werden, was in der Konsequenz einem weiteren Bedeutungsgewinn der Onlinewerbung im Gesamtmarktumfeld gleichkommt.

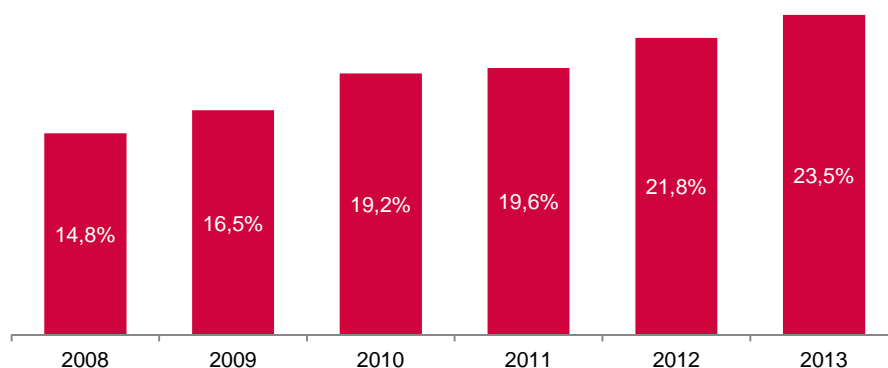
Werbemarktentwicklung in Deutschland



Quelle: Nielsen Media Research GmbH; OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW); GBC AG

Angesichts der zunehmenden Dominanz des Internets im Kommunikationsmix und des daraus resultierenden überproportionalen Wachstums der Online-Werbung, dürften die entsprechenden Marktanteile erneut angestiegen sein. Mit einem erwarteten Anteil von 23,5 % im Mediamix, entfällt bereits nahezu ein Viertel des Gesamtwerbenvolumens auf das Internet. Noch im Jahr 2008 lag der Anteil bei 14,8 %. Gleichzeitig etabliert sich das Internet hinter dem Medium „Fernsehen“ als zweitwichtigstes Werbemedium, mit tendenziellen Aufholeffekten.

Marktanteile Online-Werbung



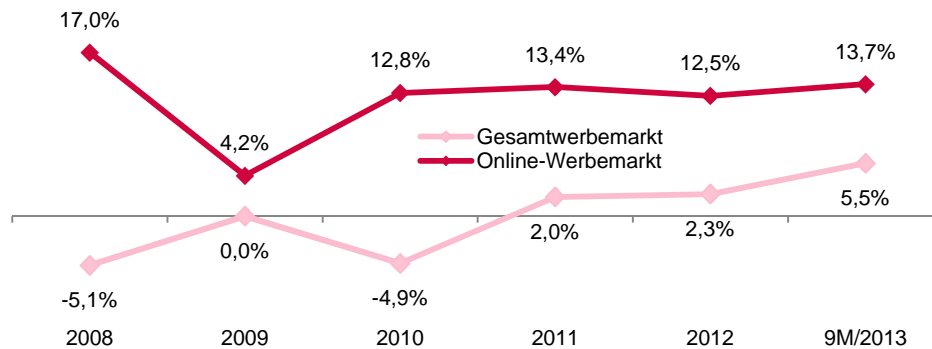
Quelle: OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW); GBC AG

Die zunehmende Verbreitung des Mediums „Internet“, eine damit verbundene höhere Werbewirkung, aber auch neue Trends im Bereich Online-Werbung (bspw. Mobile-Display-Werbung) dürften wichtige Treiber für anhaltend hohe Wachstumsraten sein. Die Mediagruppe ZenithOptimedia rechnet für die Jahre 2014 und 2015 mit jährlichen Wachstumsraten bei Onlinewerbung zwischen 8,0 % und 9,0 %. Die Syzygy AG ist mit ihren Tochtergesellschaften, die alle relevanten Segmente im Onlinewerbebereich abdeckt, im so genannten „Sweet-Spot“ der Werbebranche tätig.

Entwicklung des Werbemarktes in Großbritannien

Der Werbemarkt in Großbritannien, der zweiten wichtigen Syzygy-Region, zeigt eine zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung vergleichbare Ausprägung auf. Während sowohl die Wachstumsraten der Gesamtwerbemaschine, als auch der Onlinewerbung, in den vergangenen Jahren hinter Deutschland lagen, zeigt sich das Jahr 2013 von einer ungewöhnlich hohen Dynamik geprägt. Die Gesamtwerbemausgaben legten in den ersten neun Monaten 2013 um +5,5 % zu. Der Online-Bereich verzeichnete im gleichen Zeitraum ein signifikantes Wachstum in Höhe von +13,7 %.

Werbemarktentwicklung in Großbritannien



Quelle: IAB; AA Advertising Association; GBC AG

Auch für 2014 wird mit einem weiteren Anstieg der Werbeausgaben gerechnet. Zwar dürfte die Dynamik im Online-Bereich in 2014 mit einem prognostizierten Wachstum von +10,1 % (AA Advertising Association) niedriger als in 2013 ausfallen, das Marktumfeld ist jedoch weiterhin von positiven Tendenzen geprägt.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	28,31	31,12	35,03	41,16	45,28
Einstandskosten	-19,61	-22,26	-26,00	-29,90	-32,73
Nettoergebnis	8,70	8,85	9,03	11,26	12,54
Vertriebs- und Marketingkosten	-2,54	-3,04	-3,33	-3,78	-4,12
Allgemeine Verwaltungskosten	-3,94	-4,07	-4,00	-4,20	-4,44
sonstige betriebliche Erträge	0,37	0,38	0,33	0,30	0,35
EBIT	2,59	2,12	2,02	3,58	4,33
Finanzergebnis	1,39	1,28	2,12	1,80	1,75
EBT	3,98	3,40	4,15	5,38	6,08
Steuern	-1,10	5,62	-0,79	-1,34	-1,58
Nachsteuerergebnis	2,88	9,02	3,36	4,03	4,50
Minderheitenanteile	0,00	0,27	-0,02	-0,11	-0,14
Jahresüberschuss	2,88	9,29	3,34	3,92	4,36
EBITDA	3,22	2,82	2,78	4,50	5,24
in % der Umsatzerlöse	11,4%	9,1%	7,9%	10,9%	11,6%
EBIT	2,59	2,12	2,02	3,58	4,33
in % der Umsatzerlöse	9,1%	6,8%	5,8%	8,7%	9,6%
Ergebnis je Aktie in €	0,22	0,72	0,26	0,31	0,34
Dividende je Aktie in €	0,20	0,25	0,28	0,30	0,32
Aktienzahl in Mio. Stück	12,83	12,83	12,83	12,78	12,78

Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	31,12	12,6%	35,03
EBITDA	2,82	-1,7%	2,78
EBITDA-Marge	9,1%	-1,2 Pp.	7,9%
EBIT	2,12	-4,6%	2,02
EBIT-Marge	6,8%	-1,0 Pp.	5,8%
Jahresüberschuss	9,29	-64,1%	3,34
EPS in €	0,72	-64,1%	0,26

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

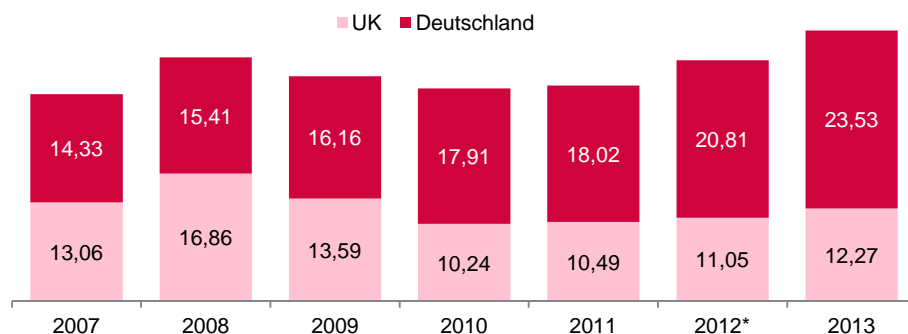
Umsatzentwicklung 2013

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 35,03 Mio. € (VJ: 31,12 Mio. €; Umsatzwachstum: 12,6 %) war die Syzygy AG in der Lage, einen neuen historischen Rekordwert zu erzielen. Damit wurden die von der Gesellschaft im Vorfeld ausformulierten Prognosen eines Umsatzwachstums in Höhe von +10,0 % übertroffen. Hinsichtlich der GBC-Prognosen, wonach Umsatzerlöse in Höhe von 35,16 Mio. € erwartet wurden (siehe Research Note vom 07.11.13), gab es zudem fast eine Punktlandung.

Bereits unterjährig konnte der positive Umsatzbeitrag der beiden Segmente „Deutschland“ und „Großbritannien“ beobachtet werden. Die inländischen Umsätze zeigten sich dabei mit einem Umsatzanstieg in Höhe von +13,1 % auf 23,53 Mio. € (VJ: 20,81 Mio. €) von einer gewohnt hohen Dynamik geprägt. Besondere Wachstumsimpulse lieferte die neu gegründete Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH. Hier wurden mit dem Neukunden „BMW“ erstmalige Umsätze generiert. Zwar weist das deutsche Segment einen Rückgang der Umsatzdynamik von 15,5 % (GJ 2012) auf 13,1 % auf, dies ist jedoch auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Das absolute Umsatzwachstum ist mit 2,72 Mio. € gegenüber dem Vorjahreswert von 2,79 Mio. € nahezu unverändert geblieben.

Nachdem in den letzten Geschäftsjahren ausschließlich die deutschen Tochtergesellschaften Wachstumsimpulse beigesteuert hatten, konnten in 2013 die Umsätze des Segments „Großbritannien“ erstmalig seit dem Geschäftsjahr 2008, wieder signifikant zulegen. Unter anderem hat die Ausweitung der Geschäftsbeziehungen mit dem Kunden „Mazda“ die Umsätze der britischen Tochtergesellschaften um +11,0 % auf 12,27 Mio. € (VJ: 11,05 Mio. €) ansteigen lassen. Ebenfalls trug die Gewinnung von Neukunden zur positiven Erlösentwicklung in Großbritannien bei.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG; *UK-Umsätze 2012 wurden durch die Hereinnahme der Hi-ReS! New York angepasst

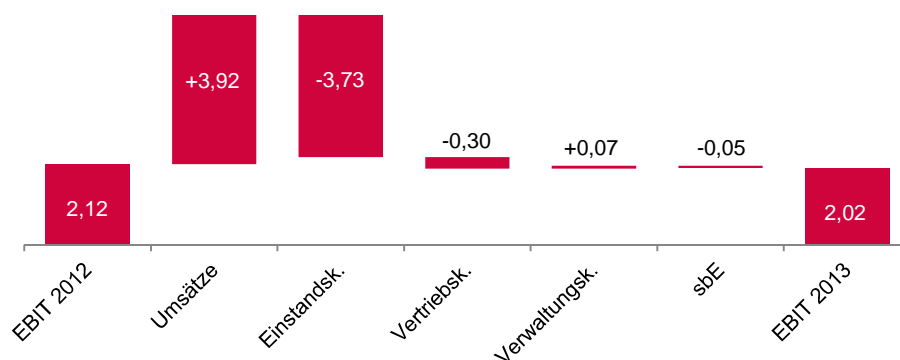
Ergebnisentwicklung 2013

Trotz des dargestellten Umsatzanstiegs in 2013 konnte das operative Ergebnis nicht an das Vorjahresniveau anknüpfen. Bei einem um 4,6 % reduzierten EBIT auf 2,02 Mio. € (VJ: 2,12 Mio. €) minderte sich die entsprechende EBIT-Marge auf 5,8 % (VJ: 6,8 %). Auch die GBC-Prognosen, wonach ein EBIT in Höhe 2,55 Mio. € geschätzt wurde, sind verfehlt worden. Ursächlich hierfür sind hauptsächlich Sondereffekte im Zusammenhang mit den Tochtergesellschaften Hi-ReS! Berlin, Hi-ReS! Hamburg sowie Hi-ReS! New York.

Die im Jahr 2012 gegründete Berliner Tochtergesellschaft erreichte beispielsweise den Break-Even erst im zweiten Halbjahr 2013 und damit später als erwartet. Dementsprechend sind in der ersten Jahreshälfte noch Anlaufverluste angefallen. Darüber hinaus wurden bei der Tochtergesellschaft Hi-ReS! Hamburg Umstrukturierungen sowie eine Geschäftsverlagerung zu Schwestergesellschaften vorgenommen worden. Die Syzygy AG beziffert die hieraus stammenden Belastungen auf etwa 0,3 Mio. €. In gleicher Höhe sind Verluste bei der amerikanischen Tochter Hi-ReS! New York angefallen, welche in der zweiten Jahreshälfte neu ausgerichtet wurde. Diese Neuausrichtung wurde vor dem Hintergrund der Ausweitung der Geschäftsbeziehungen mit dem Kunden „AVIS“ vorgenommen, den die SYZGY Gruppe ab 2014 auch auf dem nordamerikanischen Markt betreuen wird.

In Summe haben diese Faktoren zu einem überproportionalen Anstieg der operativen Aufwendungen um 4,00 Mio. € auf 32,99 Mio. € (28,99 Mio. €) geführt. Die Mehrbelastungen werden dabei nahezu vollständig durch den Anstieg der Einstandskosten der erbrachten Leistungen in Höhe von 3,73 Mio. € auf 26,00 Mio. € (22,26 Mio. €) abgebildet. Folgende Faktoren haben demnach einen Einfluss auf die Entwicklung des Konzern-EBIT:

EBIT-Brücke (in Mio. €)



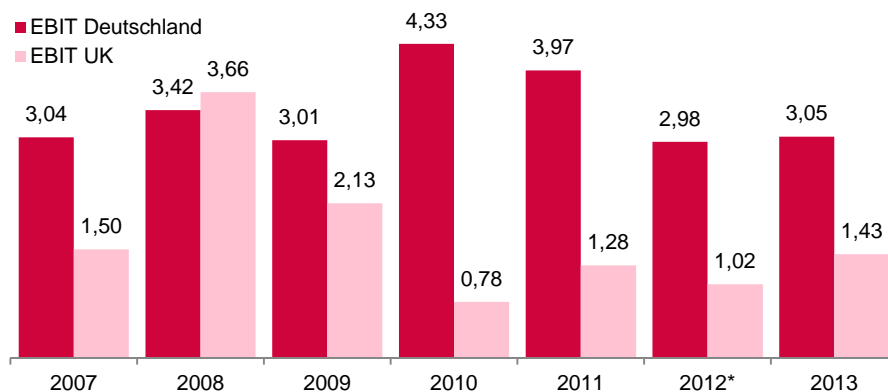
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Wie der obigen Darstellung zu entnehmen, wurde der Umsatzanstieg durch die Mehrbelastungen im Bereich der Einstandskosten der erbrachten Leistungen nahezu vollständig verbraucht. Die übrigen Kostenpositionen legten tendenziell zu, allerdings auf moderatem Niveau.

Der Umstand, wonach die genannten Belastungsfaktoren mehrheitlich bei den deutschen Tochtergesellschaften Hi-ReS! Berlin und Hi-ReS! Hamburg angefallen sind, wird auch anhand der segmentbezogenen EBIT-Entwicklung ersichtlich. Während die britischen Tochtergesellschaften einen zur Umsatzentwicklung überproportionalen EBIT-Anstieg auf 1,43 Mio. € (VJ: 1,02 Mio. €) erreichten, blieb das EBIT des deutschen Segments mit 3,05 Mio. € nahezu auf dem Niveau des Vorjahres (VJ: 2,98 Mio. €). Folglich

erreichte das Segment „Großbritannien“ eine EBIT-Margenverbesserung auf 11,7 % (VJ: 9,2 %), wohingegen das Segment „Deutschland“ einen Rückgang der EBIT-Marge auf 13,0 % (VJ: 14,3 %) hinnehmen musste:

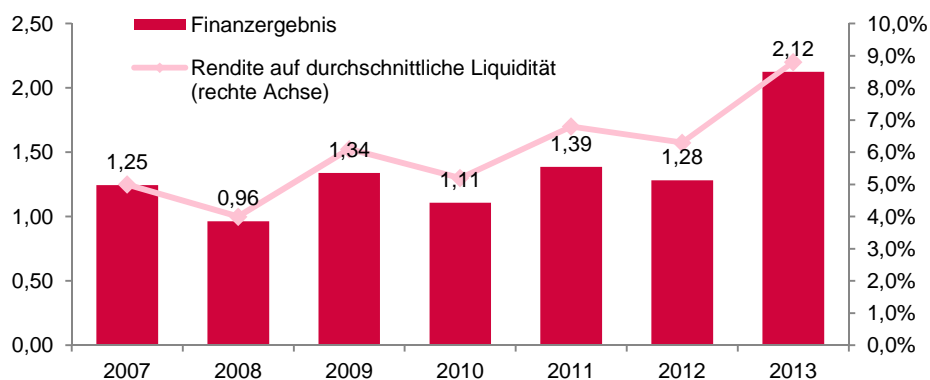
Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG; *UK-EBIT wurden durch die Hereinnahme der Hi-ReS! New York angepasst

Eine herausragende und nennenswerte Entwicklung weist die Syzygy AG beim Finanzergebnis auf, welches gegenüber dem Vorjahr von 1,28 Mio. € (GJ 2012) signifikant auf 2,12 Mio. € (GJ 2013) zulegen konnte. Damit wurde die leicht rückläufige operative Ergebnisentwicklung überkompensiert. Bezogen auf den durchschnittlichen Bestand der liquiden Mittel sowie der Wertpapiere liegt die erzielte Rendite bei 8,8 % (VJ: 6,3 %), was angesichts des derzeitigen niedrigen Zinsumfelds ein herausragendes Ergebnis darstellt. Hierzu beigetragen haben sowohl die Realisierung von Kursgewinnen (0,98 Mio. €), als auch Zinsen- und ähnliche Erträge (1,14 Mio. €).

Finanzergebnis (in Mio. €) und Rendite auf durchschnittlich vorhandene Liquiditätsreserven (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Trotz des daraus resultierenden Anstiegs des Vorsteuerergebnisses auf 4,15 Mio. € (VJ: 3,40 Mio. €) verpasste die Syzygy AG den Jahresüberschuss des Vorjahres mit 3,34 Mio. € (VJ: 9,29 Mio. €) deutlich. Im Vorjahr profitierte jedoch die Gesellschaft von einem einmaligen Steuereffekt in Höhe von 6,70 Mio. €. Ohne diesen Sonderertrag hätte die Syzygy AG in 2013 gegenüber dem Geschäftsjahr 2012 eine Verbesserung des Nachsteuerergebnisses in Höhe von +29,0 % erzielt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Eigenkapital	39,94	49,31	48,92
EK-Quote	73,9%	76,7%	74,0%
Operatives Anlagevermögen	2,57	2,79	2,66
Working Capital	-1,93	-0,66	1,19
Net Debt	-20,42	-27,77	-25,81

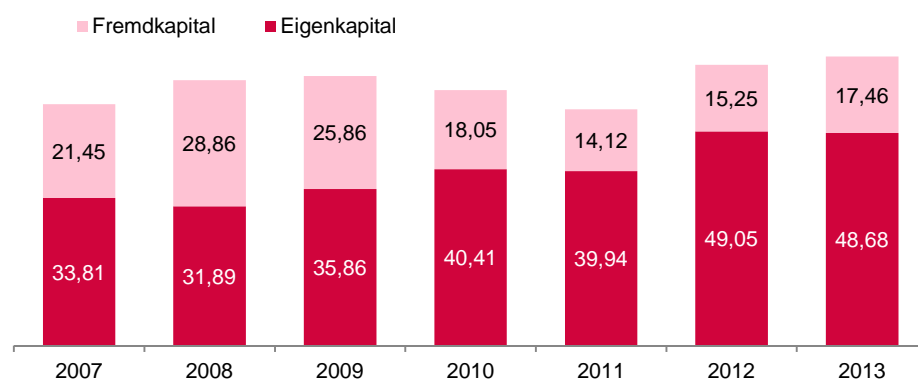
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Das gewohnt solide Vermögensbild der Syzygy AG findet sich auch in den Bilanzkennzahlen zum Geschäftsjahresende 31.12.2013 wieder. Nennenswerte Veränderungen zur Vorjahresbilanz, wenngleich diese auf moderatem Niveau stattfanden, finden sich lediglich im Bereich der kurzfristigen Vermögenswerte sowie bei den kurzfristigen Verbindlichkeiten.

Dabei handelte es sich um Positionen mit Working Capital-Charakter. So erhöhten sich aktivseitig sowohl die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 12,94 Mio. € (31.12.12: 9,84 Mio. €), als auch die sonstigen Vermögenswerte auf 3,12 Mio. € (31.12.12: 1,92 Mio. €). Begründet liegt diese Entwicklung einerseits in einer umsatzbedingten Ausweitung dieser Positionen, und sie ist andererseits der Stichtagsbetrachtung geschuldet. Aus dem gleichen Grund weiteten sich passivseitig die kurzfristigen Verbindlichkeiten von 15,02 Mio. € (31.12.12) auf 17,24 Mio. € (31.12.13) aus. Dies erklärt hauptsächlich die Bilanzsummenausweitung auf 66,14 Mio. € (31.12.12: 64,29 Mio. €).

Angesichts der Bilanzsummenausweitung sowie eines leicht geminderten Eigenkapitals von 48,92 Mio. € (31.12.12: 49,31 Mio. €), reduzierte sich die Eigenkapitalquote auf 74,0 % (31.12.12: 76,7 %). Ursächlich für die absolute EK-Minderung ist der Erwerb eigener Aktien in Höhe von 0,44 Mio. €. Gleichzeitig steht dem Konzernjahresüberschuss 2013 (3,34 Mio. €) eine in 2013 erfolgte Dividendenauszahlung in nahezu gleicher Höhe (3,20 Mio. €) gegenüber. Nach wie vor ist die Eigenkapitalausstattung der Syzygy AG als überdurchschnittlich zu werten:

Bilanzstruktur (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

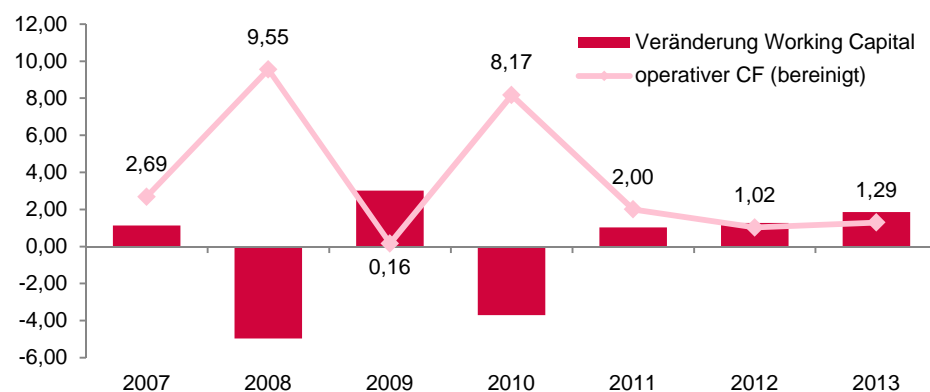
Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Operativer Cashflow	2,00	7,72	1,29
Operativer Cashflow (bereinigt)*	2,00	1,02	1,29
Investitions-Cashflow	2,26	-6,62	2,98
Finanzierungs-Cashflow	-2,56	-2,55	-3,64
ROE	7,2%	19,0%	6,9%
ROE (bereinigt)*	7,2%	5,3%	6,9%

Quelle: Syzygy AG; GBC AG *bereinigt um steuerliche Sondereffekte

Der erwähnte Anstieg des Working Capitals auf 1,19 Mio. € (VJ: -0,66 Mio. €) hatte, neben dem fehlenden liquiditätswirksamen Steuereffekt des Vorjahres, eine deutliche Reduktion des operativen Cashflows auf 1,29 Mio. € (VJ: 7,72 Mio. €) zur Folge. Um den Steuereffekt bereinigt, hätte die Syzygy AG eine leichte Verbesserung des operativen Cashflows erzielt. Die daraus resultierende, verhältnismäßig geringe Cash Conversion Rate von 0,64 (VJ: 3,64; bereinigt: 0,48), ist jedoch aufgrund des Stichtagscharakters des Working Capitals nur als Momentaufnahme zu verstehen.

Bereinigter operativer Cashflow vs. Working Capital (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG *Wert des Geschäftsjahres 2012 wurde um steuerliche Sondereffekte bereinigt

Der Verkauf bzw. die Umschichtung von Wertpapieren hat einen Investitions-Cashflow in Höhe von 2,98 Mio. € (VJ: -6,62 Mio. €) zur Folge gehabt. Zusammen mit dem positiven operativen Cashflow war die Syzygy AG damit in der Lage, sowohl die Dividende in Höhe von 3,20 Mio. €, als auch den Kauf eigener Anteile in Höhe von 0,44 Mio. €, ohne einen Rückgang des Liquiditätsbestandes vorzunehmen. Die liquiden Mittel beliefen sich zum Geschäftsjahresende 2013 auf 6,73 Mio. € (VJ: 6,10 Mio. €). Der Bestand an Wertpapieren reduzierte sich hingegen von 20,69 Mio. € (31.12.2012) auf 18,08 Mio. € (31.12.2013).

Die Eigenkapitalrendite konnte auf 6,9 % (VJ bereinigt: 5,3 %) gesteigert werden. Tendenziell dürfte diese Kennzahl, angesichts einer erwarteten Verbesserung der Rentabilität, weiter zunehmen.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Die Syzygy AG verfügt über einen umfangreichen TrackREKord und einen namhaften Kundenbestand. • Die Werbekampagnen der Syzygy AG sind regelmäßig prämiert worden, was einen aussagekräftigen Hinweis auf eine kreative Mannschaft liefert. • Die Bilanzrelationen sind sehr solide. So verfügt die Syzygy AG über eine Nettoliquidität in Höhe von 24,81 Mio. € und eine EK-Quote in Höhe von 74,0 %. • Die Syzygy AG weist keine Bankverbindlichkeiten auf und ist damit von Kreditinstituten unabhängig. • Ein Austausch der Syzygy AG als Dienstleister für Onlinemarketing ist für viele Kunden nur mit hohem Aufwand zu bewerkstelligen. • Durch ein aktives Treasury Management wird eine hohe Rendite auf die bestehende Liquidität erzielt. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Syzygy AG konnte in den letzten Jahren noch nicht an den starken Wachstumsraten des Online-Werbemarktes anknüpfen. • Mittlerweile liegt der Anteil der Umsatzerlöse mit der Automotive-Branche bei 36 %. Damit weist die Gesellschaft eine Abhängigkeit zu dieser Branche auf. • Die Verträge sind üblicherweise nicht mit langen Laufzeiten ausgestattet (in der Regel handelt es sich um Einzelverträge).
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die hohe Nettoliquidität in Höhe von 24,81 Mio. € ist ein wichtiges Argument bei der Neukundengewinnung. (Sicherheit für die Syzygy-Kunden ist gewährleistet). • Weitere Akquisitionen sind angesichts des umfangreichen Liquiditätsbestandes möglich und Teil der Unternehmensstrategie. • Alle Teilbereiche des Online-Werbemarktes sind von starken Wachstumsraten geprägt. Die Syzygy AG ist im „Sweet-Spot“ der Werbebranche positioniert. • Die britischen Tochtergesellschaften sollten zukünftig stärkere Impulse zur Geschäftsentwicklung beitragen und damit eine höhere Umsatzdynamik ermöglichen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ein Wegfall wichtiger Kunden würde sich stark negativ auf die Geschäftsentwicklung auswirken. • Da rund 61 % des Umsatzes mit den zehn größten Kunden generiert wird, besteht hier ein Klumpenrisiko. • Aufgrund der breiten Öffentlichkeitswirkung der Syzygy-Aufträge, besteht das Risiko eines Imageschadens bei Qualitätsmängeln. • Unternehmensakquisitionen könnten sich nicht wie erwartet entwickeln bzw. geringere Synergieeffekte nach sich ziehen.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	35,03	41,16	45,28
EBITDA	2,78	4,50	5,24
<i>EBITDA-Marge</i>	7,9%	10,9%	11,6%
EBIT	2,02	3,58	4,33
<i>EBIT-Marge</i>	5,8%	8,7%	9,6%
Jahresüberschuss	3,34	3,92	4,36
EPS in €	0,26	0,31	0,34

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Wie erwartet, haben im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 wieder beide Geschäftssegmente „Deutschland“ und „Großbritannien“ zum Erreichen eines neuen umsatzseitigen Rekordniveaus beigetragen.

Die deutschen Tochtergesellschaften konnten dabei ein Umsatzwachstum in Höhe von 13,1 % erzielen. Demnach hat Hi-ReS! Berlin die Anlaufphase überwunden und sollte im laufenden Geschäftsjahr ganzjährig Umsätze beisteuern. Darüber hinaus hat die Gesellschaft beim Kunden „BMW“ eine gute Positionierung erreicht, was eine Ausweitung der Geschäftsbeziehungen mit dem Automobilhersteller ermöglicht und realistisch erscheinen lässt. Hi-ReS! Hamburg wurde zudem durch die Geschäftsverlagerung auf Schwes-tergesellschaften umstrukturiert, so dass auch hier keine weiteren Sondereffekte zu erwarten sind. Ein Umsatzwachstum des deutschen Segments in Höhe von +10,0 % erachten wir vor diesem Hintergrund nicht nur als gut erreichbar, sondern sogar als konservativ.

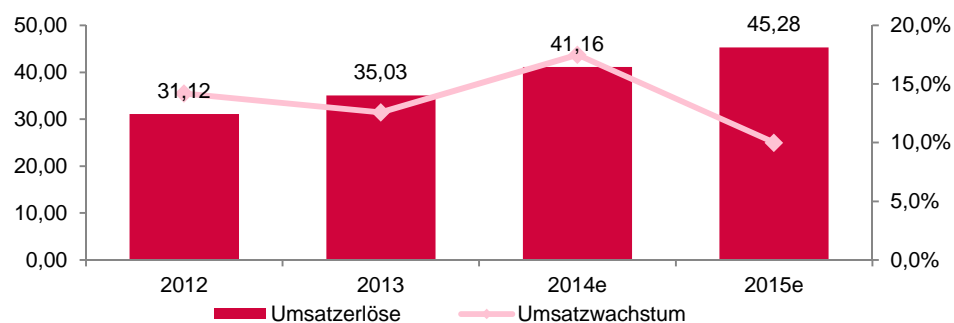
Auch bei den britischen Tochtergesellschaften erkennen wir anhand der im GJ 2013 erreichten Umsatzdynamik (Umsatzwachstum 2013: 11,0 %) wichtige Impulse für die künftige Entwicklung. Hier konnte die Gesellschaft nicht nur die Geschäftsbasis mit den bestehenden Kunden ausweiten, sondern auch neue Kunden gewinnen. Wir werten dies als ein Anzeichen für eine wieder gestiegene Investitionsbereitschaft der Kunden in Großbritannien. Ebenfalls diesem Segment ist die in New York ansässige Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York zugeordnet. Nach mehreren, von einer Umsatzschwäche geprägten Perioden, wurde die Gesellschaft umstrukturiert, um auch Kunden im Bereich Online Marketing betreuen zu können. Hier wurde bereits ein erster Erfolg erzielt. Demnach konnte die Geschäftsbeziehung mit „AVIS“ in Europa auf den nordamerikanischen Markt ausgedehnt werden. Diese umfasst Suchmaschinenmarketing, Suchmaschinenoptimierung sowie Data Services. Ein Umsatzwachstum des Segments „Großbritannien“ im Geschäftsjahr 2014 von mindestens +10,0 % erscheint vor diesem Hintergrund eine realistische Annahme.

Im Rahmen der Unternehmensstrategie ist das anorganische Wachstum über Unternehmenszukäufe ebenfalls eine wichtige Option. Wir gehen davon aus, dass die Akquisitionsaktivitäten im Geschäftsjahr 2014 lebhafter werden, können dies allerdings aufgrund der fehlenden Konkretisierung nicht in unsere Planungen einbeziehen. Vor diesem Hintergrund wurde bereits im Februar 2014 mit dem Erwerb weiterer 44 % der Anteile an der Warschauer Agentur Ars Thanea s.k.a. ein erster Schritt im Rahmen des anorganischen Wachstums getan. Mit einer derzeitigen Beteiligungshöhe von 70 % verfügt die Syzygy AG damit über die Mehrheit an der polnischen Agentur. Während diese Beteiligung bisher als „At-Equity“ deklariert wurde und damit lediglich Auswirkungen auf das Finanzergebnis der Syzygy AG hatte, wird die Ars Thanea künftig vollkonsolidiert wer-

den. Umsatzseitig dürfte dies einen anorganischen Effekt in Höhe von etwa 1,88 Mio. € (Umsatzerlöse Ars Thanea 2013: 1,69 Mio. €) nach sich ziehen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir in Summe mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +17,5 % auf 41,16 Mio. €. Unsere Prognosen liegen damit leicht oberhalb der Syzygy-Guidance (Umsatzwachstum: mindestens 15 %; Umsatzerlöse: ca. 40,0 Mio. €), welche unserer Ansicht nach unter konservativen Gesichtspunkten ausformuliert wurde. Für das Geschäftsjahr 2015 rechnen wir mit einer Minderung der Wachstumsdynamik auf 10,0 % und prognostizieren somit Umsätze in Höhe von 45,28 Mio. €.

Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

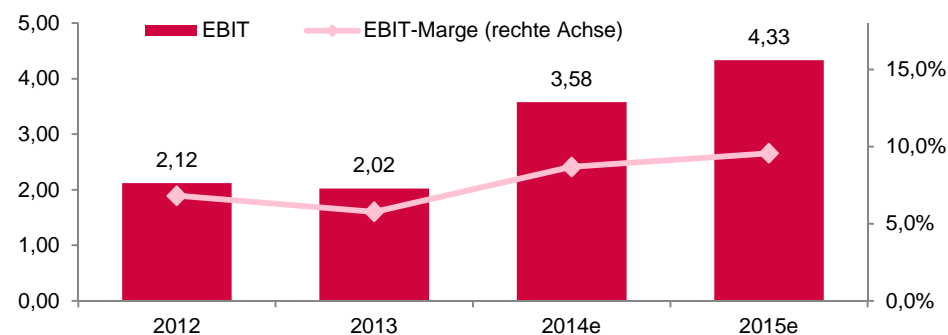


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Angesichts fehlender Sondereffekte (Hi-ReS! Berlin, Hi-ReS! London, Hi-ReS! Hamburg), die die Ergebnissituation in 2013 noch belasteten, dürfte die Ergebnisentwicklung im laufenden Geschäftsjahr 2014 überproportional zur Umsatzentwicklung ausfallen. Dies deckt sich auch mit den Unternehmensaussagen, wonach ein EBIT-Wachstum in Höhe von 60 % auf 3,20 Mio. € in Aussicht gestellt wird. Unseren Schätzungen zufolge dürfte die Gesellschaft ein EBIT in Höhe von 3,58 Mio. € (EBIT-Marge: 8,7 %) erreichen. Bei weiterhin steigenden Umsätzen sollten Skaleneffekte stärker zum Tragen kommen, so dass in 2015 eine EBIT-Margenverbesserung auf 9,6 % und damit ein entsprechendes EBIT in Höhe von 4,33 Mio. € erzielt werden dürfte. Dies geht mit den langfristigen Unternehmensaussagen einher, wonach als Zielgröße eine EBIT-Marge von 10,0 % kommuniziert wurde.

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



Quelle: GBC AG

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,1 % angenommen. Die Steuerquote haben wir unter Berücksichtigung niedrigerer Steuersätze in Großbritannien mit 26,0 % 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 2,5 %.

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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,00 %).

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 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,35 % (bisher: 10,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,35 % (bisher: 10,35 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,35 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 6,10 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 5,30 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung erfolgt dabei hauptsächlich aufgrund der erstmaligen Hereinnahme der konkreten Schätzungen für das Geschäftsjahr 2015. Dieses bietet eine höhere Umsatz- und Ergebnisbasis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells.

DCF-MODELL

Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,1%	ewige EBITA - Marge	11,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,0%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	0,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	41,16	45,28	47,11	49,01	50,99	53,05	55,19	57,42	
US Veränderung	17,5%	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	12,86	16,17	16,17	16,17	16,17	16,17	16,17	16,17	
EBITDA	4,50	5,24	5,72	5,95	6,19	6,44	6,70	6,97	
EBITDA-Marge	10,9%	11,6%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	
EBITA	3,58	4,33	5,07	5,28	5,49	5,71	5,95	6,19	
EBITA-Marge	8,7%	9,6%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	11,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,89	-1,13	-1,32	-1,37	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	
EBI (NOPLAT)	2,68	3,21	3,76	3,91	4,06	4,23	4,40	4,58	26,0%
Kapitalrendite	69,8%	94,3%	118,1%	120,5%	120,5%	120,5%	120,5%	120,5%	128,4%
Working Capital (WC)	0,20	0,38	0,33	0,34	0,36	0,37	0,39	0,40	
WC zu Umsatz	0,5%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Investitionen in WC	0,99	-0,18	0,05	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,20	2,80	2,91	3,03	3,15	3,28	3,41	3,55	
AFA auf OAV	-0,92	-0,91	-0,64	-0,67	-0,70	-0,73	-0,75	-0,79	
AFA zu OAV	28,8%	32,5%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	
Investitionen in OAV	-1,46	-0,51	-0,76	-0,79	-0,82	-0,85	-0,89	-0,92	
Investiertes Kapital	3,40	3,18	3,24	3,37	3,51	3,65	3,80	3,95	
EBITDA	4,50	5,24	5,72	5,95	6,19	6,44	6,70	6,97	
Steuern auf EBITA	-0,89	-1,13	-1,32	-1,37	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	
Investitionen gesamt	-0,48	-0,69	-0,71	-0,80	-0,83	-0,87	-0,90	-0,94	
Investitionen in OAV	-1,46	-0,51	-0,76	-0,79	-0,82	-0,85	-0,89	-0,92	
Investitionen in WC	0,99	-0,18	0,05	-0,01	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,13	3,43	3,69	3,78	3,93	4,09	4,25	4,42	63,42

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	50,50	52,30
Barwert expliziter FCFs	18,67	17,18
Barwert des Continuing Value	31,83	35,12
Nettoschulden (Net debt)	-27,15	-28,49
Wert des Eigenkapitals	77,65	80,79
Fremde Gewinnanteile	0,25	0,26
Wert des Aktienkapitals	77,90	81,05
Ausstehende Aktien in Mio.	12,78	12,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,10	6,34

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,3%

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
126,9%	6,61	6,32	6,07	5,85	5,65
127,7%	6,63	6,34	6,08	5,86	5,67
128,4%	6,65	6,35	6,10	5,87	5,68
129,2%	6,67	6,37	6,11	5,89	5,69
129,9%	6,68	6,38	6,13	5,90	5,70

ANHANG

§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 andere 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.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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.htm>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)

§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertretender 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