



Researchstudie (Anno)

Syzygy AG



**„Entwicklung in 2014 stärker als erwartet;
Neukunden liefern die Basis für weiteres Wachstum“**

Kursziel: 9,35 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

Syzygy AG*⁵

KAUFEN

Kursziel: 9,35

aktueller Kurs: 8,38
13.4.2015 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,828
Marketcap³: 107,43
EnterpriseValue³: 75,12
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 62,2 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 453 Stand: 31.12.2014

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Andrew Stevens, Erwin Greiner



SYZGY ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 450 Mitarbeiter und umfasst acht 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“), uniquedigital 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, BMW, comdirect, Commerzbank, Continental, Daimler, Deutsche Bank, Fleurop, Jägermeister, KfW Bankengruppe, Mazda, o2, etc.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	35,03	47,08	56,49	63,83
EBITDA	2,78	6,40	5,99	6,92
EBIT	2,02	3,84	5,07	6,01
Jahresüberschuss	3,34	4,40	5,09	5,77

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,26	0,35	0,40	0,45
Dividende je Aktie	0,28	0,35	0,38	0,42

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,14	1,60	1,33	1,18
EV/EBITDA	27,02	11,74	12,54	10,86
EV/EBIT	37,19	19,56	14,82	12,50
KGV	32,17	24,42	21,11	18,62
KBV		2,11		

Finanztermine

30.04.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
29.05.2015: Hauptversammlung
31.07.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
30.10.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
30.1.2015: RG / 8,20 / HALTEN
8.12.2014: RG / 6,60 / HALTEN
10.11.2014: RS / 6,60 / HALTEN
5.8.2014: RS / 6,60 / KAUFEN
29.7.2014: RG / 6,10 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 34,4 % auf 47,08 Mio. € (VJ: 35,03 Mio. €) hat die Syzygy Gruppe einen neuen historischen Rekordwert erzielt. Das Wachstum wurde in allen drei Unternehmenssegmenten erzielt, wobei sich die Segmente „Großbritannien“ und „Sonstige“ aufgrund der niedrigeren Ausgangsbasis als besonders dynamisch erwiesen haben.
- Die Tochtergesellschaften des Segments „Großbritannien“ profitierten insbesondere von einer Internationalisierung der Zusammenarbeit mit den bestehenden Kunden Mazda und AVIS, was zu einem Umsatzanstieg auf 16,33 Mio. € (VJ: 11,87 Mio. €) geführt hat. Mittlerweile ist die Syzygy Gruppe für Mazda weltweit tätig, darunter in Japan, Australien, Taiwan, Russland, Südafrika und Nordamerika. Eine Ausweitung bestehender Kundenbeziehungen ist dabei vergleichsweise margensstark, da einerseits Synergieeffekte genutzt werden können sowie andererseits die Neukundengewinnung entfällt. Aufgrund der erstmaligen Vollkonsolidierung der Tochtergesellschaft Ars Thanea wurden im Segment „Sonstige“ erstmals nennenswerte Umsätze in Höhe von 5,50 Mio. € (VJ: 0,41 Mio. €) erzielt. Im Rahmen von Neukundengewinnen sowie durch einen Anstieg der Kundenetats verbesserten sich die Umsätze der deutschen Tochtergesellschaften auf 26,78 Mio. € (VJ: 23,53 Mio. €).
- Unter anderem als Folge der hohen Rentabilität der UK-Umsätze hat die Syzygy Gruppe einen überproportionalen Anstieg des EBIT in Höhe von 90,0 % auf 3,84 Mio. € (VJ: 2,02 Mio. €) erzielt, was zu einer entsprechenden Verbesserung der EBIT-Marge auf 8,2 % (VJ: 5,8 %) geführt hat. Skaleneffekte im Zuge der ausgeweiteten Umsätze haben ebenfalls zum Ergebnisanstieg geführt.
- Flankierend hierzu hat das aktive Management der Liquiditätsreserven erneut ein signifikantes Finanzergebnis in Höhe von 2,16 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €) nach sich gezogen. Bezogen auf den gesamten Liquiditätsbestand entspricht dies einer Rendite von 7,7 % (VJ: 8,8 %). Weiterhin verfügt die Syzygy Gruppe stichtagsbedingt über einen ungewöhnlich hohen Liquiditätsbestand von 35,17 Mio. € (31.12.13: 24,81 Mio. €), was 42,1 % (31.12.13: 37,5 %) der Bilanzsumme entspricht.
- Für die Geschäftsjahre 2015 und 2016 rechnen wir mit einer Fortsetzung des Umsatzwachstums, wenngleich wir von einer niedrigeren Wachstumsdynamik ausgehen. Die Effekte aus der Ausweitung der Kundenbeziehungen mit bestehenden Kunden dürften in 2015 und 2016 nicht mehr so stark im Vordergrund stehen. Vielmehr rechnen wir mit positiven Umsatzbeiträgen aus der Gewinnung von Neukunden. Bereits Ende 2014 wurden mehrere größere und mittlere Kundenaufträge (darunter BMW Motorrad) gewonnen, wodurch eine gute Basis für die weitere Umsatzentwicklung gegeben ist. Wir rechnen für 2015 mit einem Erlösanstieg in Höhe von 20,0 % auf 56,49 Mio. € sowie für 2016 in Höhe von 13,0 % auf 63,83 Mio. €. Skaleneffekte dürften eine überproportionale Ergebnisentwicklung nach sich ziehen und wir prognostizieren eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 9,0 % (2015e) sowie auf 9,4 % (2016e).
- Der auf Grundlage unserer Schätzungen im Rahmen des DCF-Modells errechnete faire Unternehmenswert entspricht 9,35 € je Aktie (bisher: 8,20 €). Die Kurszielanhebung ist einerseits auf den erstmaligen Einbezug der 2016er Prognosen und der damit höheren Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells zurückzuführen. Zudem haben wir eine Anpassung des risikolosen Basiszinssatzes, als Grundlage der Kapitalkosten, auf 1,00 % (bisher: 2,00 %) vorgenommen. Aufgrund des derzeit hohen Kurspotenzials vergeben wir das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

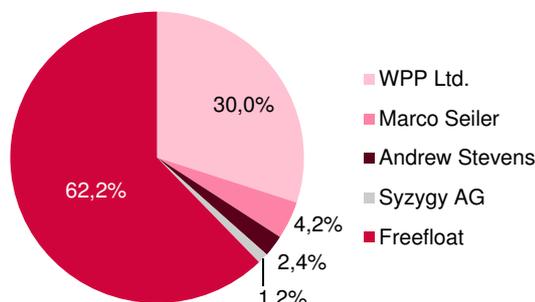
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden (Auswahl)	5
Markt und Marktumfeld	6
Werbemarktentwicklung Deutschland	6
Werbemarktentwicklung Großbritannien	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2014	9
Umsatzentwicklung 2014	9
Ergebnisentwicklung 2014	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2014	12
Cashflowentwicklung 2014	12
SWOT-Analyse	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen 2015-2016	15
Ergebnisprognosen 2015-2016	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

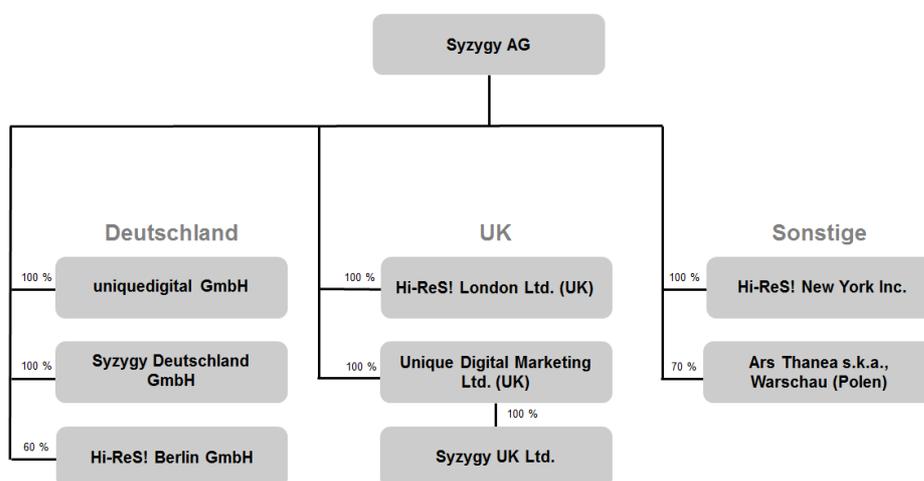
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
WPP Ltd.	30,0%
Marco Seiler	4,2%
Andrew Stevens	2,4%
Syzygy AG	1,2%
Freefloat	62,2%

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Als internationale Agenturgruppe für digitales Marketing vereint die Konzernobergesellschaft **Syzygy AG** insgesamt acht 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.

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 **unquedigital 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. Es werden zudem auch Leistungen im Be-

reich Online Marketing angeboten. **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.

Referenzkunden (Auswahl)

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



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

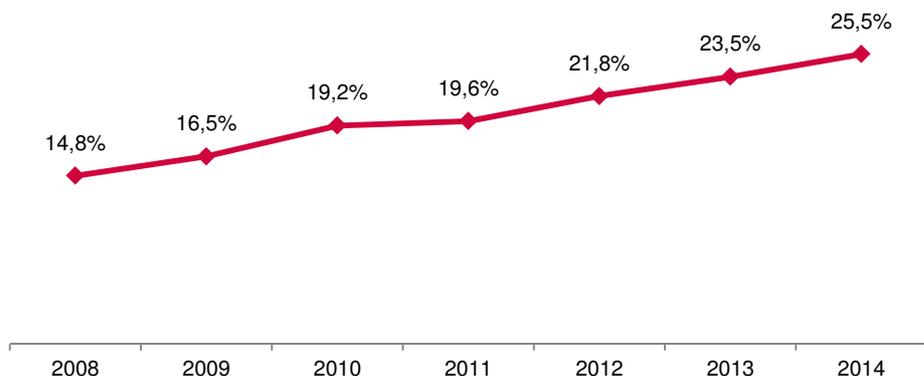
MARKT UND MARKTUMFELD

Die Syzygy Gruppe deckt mit ihrem Produkt- und Dienstleistungsspektrum alle relevanten Bereiche im Onlinemarketing und somit in der digitalen Werbung ab. Mit ihrem Geschäftsmodell hat sich die Syzygy Gruppe sowohl in Deutschland als auch international im wachstumsstärksten Segment der Werbebranche positioniert. Getrieben durch einen zunehmenden Stellenwert des Mediums „Internet“ wurden in den letzten Jahren die Werbebudgets sukzessive in den Onlinebereich umgeleitet.

Werbemarktentwicklung Deutschland

In Deutschland entfielen im Jahr 2013, gemäß Statistiken des Bundesverbandes Digitale Wirtschaft (BVDW), rund 25,5 % der Werbeinvestitionen auf den Onlinebereich. Damit positioniert sich die Onlinewerbung im Mediamix weiterhin hinter dem Medium „TV“ an zweiter Stelle, weist jedoch starke Aufholeffekte auf:

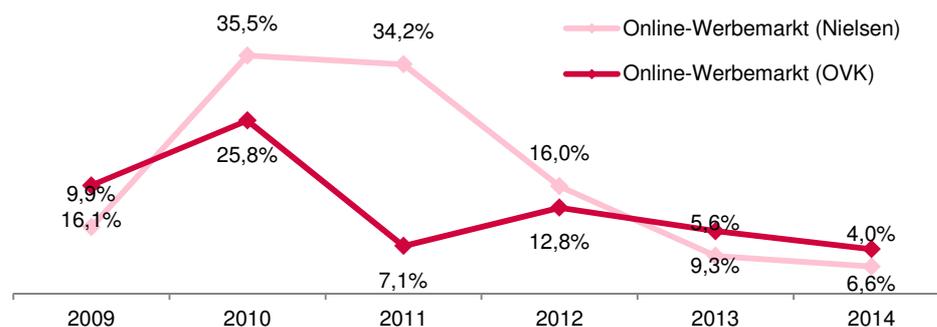
Anteile der Onlinewerbung im Mediamix (in %)



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

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung von Onlinewerbung ist das Wachstum dieses Teilbereiches in den letzten Jahren sehr dynamisch ausgefallen. Gemäß Daten des Dienstleisters „Nielsen“ ist der Online-Werbeaufwand im Jahr 2014 um 4,0 % angestiegen. Der OVK sieht für das abgelaufene Jahr sogar eine Zunahme in Höhe von 6,6 %. Auch der Gesamtwerbemarkt ist in 2014 um 4,5 % (Nielsen) gewachsen. Dazu beigetragen haben einerseits die dynamische Entwicklung im Onlinebereich sowie ein Anstieg der Werbeumsätze im „TV“ (insbesondere Effekte im Zusammenhang zur Fußball-Weltmeisterschaft).

Wachstumsraten von Onlinewerbung in Deutschland



Quelle: The Nielsen Company (Germany) GmbH; OVK; GBC AG

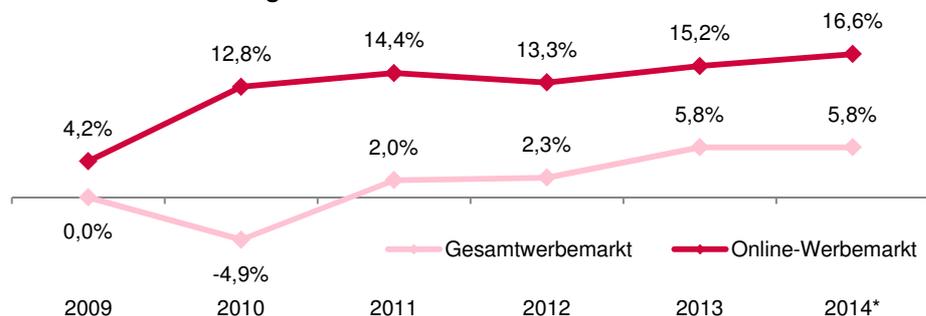
Zwar wird im Bereich der Onlinewerbung ein Rückgang der Wachstumsdynamik erkennbar, dies ist jedoch in erster Linie einem Basiseffekt geschuldet. Der absolute Umsatzanstieg des Online-Werbemarktes ist in den vergangenen Jahren vergleichsweise stabil ausgefallen. Auch künftig sollte Onlinewerbung sowohl infolge einer zunehmenden Akzeptanz, als auch einer höheren Erreichbarkeit, weiter überproportional wachsen. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PWC rechnet für das laufende Jahr 2015 mit einem Anstieg der digitalen Werbeumsätze in Deutschland in Höhe von 7,1 %. Bis zum Jahr 2018 wird das durchschnittliche Umsatzwachstum bei 6,0 % erwartet.

Werbemarktentwicklung Großbritannien

Der Online-Werbemarkt in Großbritannien, der zweiten wichtigen Region für die Syzygy Gruppe, weist aufgrund von Aufholeffekten eine verhältnismäßig hohe Dynamik auf. Im ersten Halbjahr 2014 wurden im Bereich der digitalen Werbung insgesamt 16,6 % mehr Umsätze generiert. Nachdem die Wachstumsraten bis zum Jahr 2013 noch deutlich hinter der deutschen Marktentwicklung lagen, hat sich der Aufholttrend zuletzt nochmals verstärkt. Bereits im Jahr 2013 legten die Umsätze mit Onlinewerbung in Großbritannien um 15,2 % signifikant zu.

Das Onlinewerbe-Werbesegment weist in Großbritannien eine im Vergleich zu Deutschland ähnliche Ausprägung auf, mit einer deutlich höheren Dynamik als der Gesamtmarkt. Gemäß Daten des IAB (Internet Advertising Bureau) wird für 2014 ein Wachstum des Werbemarktes in Höhe von 5,8 % gesehen.

Werbemarktentwicklung Großbritannien



Quelle: IAB; AA Advertising Association; GBC AG; *Onlinewerbemarkt: 1.HJ 2014, Gesamtwerbemarkt: Prognose 2014

Wenngleich auch in Großbritannien Sondereffekte im Zusammenhang mit der Fußballweltmeisterschaft für zusätzliches Wachstum gesorgt haben, gehen die Prognosen von einem anhaltend positiven Werbeklima aus. Vor diesem Hintergrund rechnet Strategy Analytics für 2015 mit einem Gesamtmarktwachstum in Höhe von 4,8 %, welches in erster Linie von einem 9,5%igen Wachstum im Onlinewerbebereich getragen werden dürfte. Digitale Werbung dürfte dabei für 50 % der Gesamtwerbeausgaben in Großbritannien verantwortlich sein.

Die Syzygy AG ist mit ihren Tochtergesellschaften, die alle relevanten Segmente im Onlinewerbebereich abdeckt, sowohl in Deutschland als auch international damit im sogenannten „Sweet-Spot“ der Werbebranche tätig.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	31,12	35,03	47,08	56,49	63,83
Umsatzkosten	-22,26	-26,00	-34,29	-41,35	-46,57
Nettoergebnis	8,85	9,03	12,79	15,14	17,27
Vertriebs- und Marketingkosten	-3,04	-3,33	-4,33	-4,77	-5,49
Allgemeine Verwaltungskosten	-4,07	-4,00	-5,13	-5,65	-6,06
sonstiges betriebliches Ergebnis	0,38	0,33	0,51	0,35	0,30
EBIT	2,12	2,02	3,84	5,07	6,01
Finanzergebnis	1,28	2,12	2,16	2,20	2,18
EBT	3,40	4,15	6,00	7,27	8,19
Steuern	5,62	-0,79	-1,26	-1,89	-2,13
Nachsteuerergebnis	9,02	3,36	4,74	5,38	6,06
Minderheitenanteile	0,27	-0,02	-0,34	-0,29	-0,29
JÜ nach Minderheiten	9,29	3,34	4,40	5,09	5,77
EBITDA	2,82	2,78	6,40	5,99	6,92
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,1%</i>	<i>7,9%</i>	<i>13,6%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,8%</i>
EBIT	2,12	2,02	3,84	5,07	6,01
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>6,8%</i>	<i>5,8%</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,0%</i>	<i>9,4%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,72	0,26	0,35	0,40	0,45
Dividende je Aktie in €	0,25	0,28	0,35	0,38	0,42
Aktienzahl in Mio. Stück	12,83	12,83	12,83	12,83	12,83

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	31,12	35,03	47,08
davon in Deutschland	20,81	23,53	26,78
davon in Großbritannien	11,05	11,87	16,33
davon Sonstige	0,00	0,41	5,50
EBITDA	2,82	2,78	6,40
EBITDA-Marge	9,1%	7,9%	13,6%
EBIT	2,12	2,02	3,84
EBIT-Marge	6,8%	5,8%	8,2%
Jahresüberschuss	9,29	3,34	4,40
EPS in €	0,72	0,26	0,35

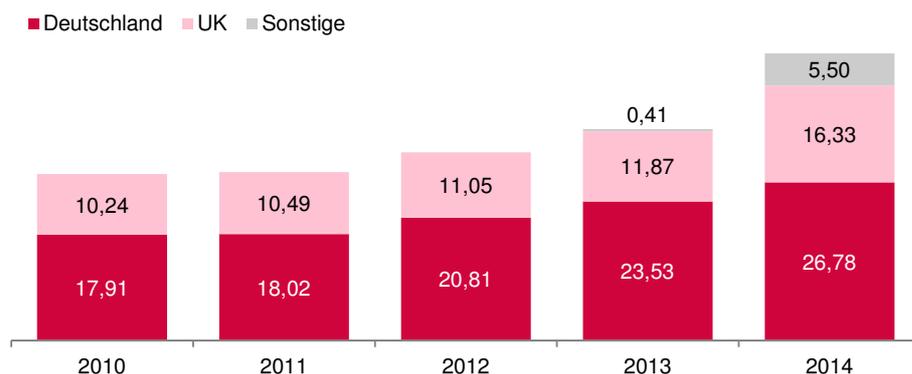
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2014

Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 34,4 % auf 47,08 Mio. € (VJ: 35,03 Mio. €) hat die Syzygy Gruppe einen neuen historischen Rekordwert erzielt und damit sowohl die eigenen Prognosen (Unternehmens-Guidance zum 30.09.14: 44,00 Mio. €) als auch unsere Erwartungen (GBC-Prognosen vom 10.11.14: 44,00 Mio. €) deutlich übertroffen. Dabei konnte die ohnehin dynamische unterjährige Umsatzentwicklung im Jahresabschlussquartal 2014 nochmals ausgebaut werden. Zum Jahresende hin hatten die Syzygy-Kunden im Rahmen des Weihnachtsgeschäftes die Werbemaßnahmen verstärkt, was sich insbesondere auf den Bereich Online-Marketing positiv ausgewirkt hat.

Alle drei Segmente haben dabei in 2014 zum Umsatzwachstum beigetragen. Während in „Großbritannien“ die Umsätze um 4,46 Mio. € ausgebaut wurden, legten diese in „Deutschland“ um 3,25 Mio. € sowie im sonstigen Segment um 5,10 Mio. € jeweils deutlich zu:

Segmentbezogene Umsatzaufteilung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Umsatzentwicklung in Großbritannien ist mit einem Wachstum in Höhe von 37,6 % besonders dynamisch ausgefallen. Erwähnenswert ist hier die Zusammenarbeit mit Mazda, welche auf weitere Märkte ausgedehnt werden konnte. Mittlerweile ist die Syzygy Gruppe für Mazda weltweit tätig, darunter in Japan, Australien, Taiwan, Russland, Südafrika und Nordamerika. Eine Ausweitung bereits bestehender Kundenbeziehungen gilt dabei als besonders rentabel, da die Kundengewinnung entfällt sowie hohe Synergieeffekte genutzt werden können. Auch mit dem zweiten wichtigen UK-Kunden AVIS wurden die Kundenbeziehungen auf weitere internationale Märkte ausgedehnt.

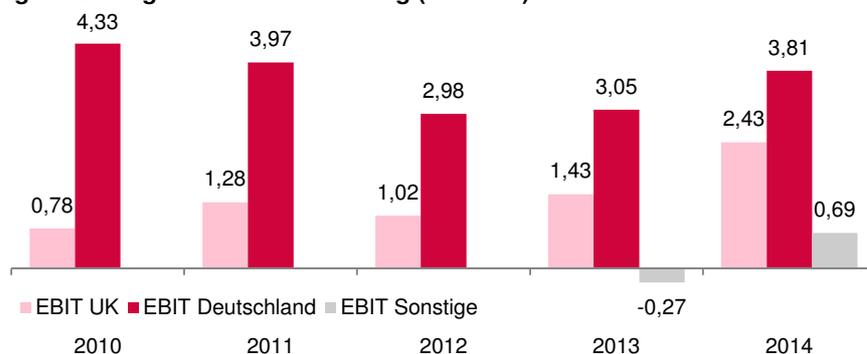
Die unter „Sonstige“ zusammengefassten Gesellschaften Ars Thanea und Hi-ReS! New York leisteten einen nennenswerten Umsatzbeitrag in Höhe von 5,50 Mio. €, nachdem im Vorjahr nur geringfügige Umsätze in Höhe von 0,41 Mio. € verbucht wurden. Unter anderem war dieses Segment von anorganischen Effekten geprägt, da die polnische Gesellschaft Ars Thanea nach dem Ausbau der Beteiligung auf 70 % (zuvor: 26 %) erstmalig im Geschäftsjahr 2014 vollkonsolidiert wurde.

Im umsatzstärksten Segment „Deutschland“ profitierte die Gesellschaft von Neukundengewinnen (BMW Motorrad, etc.) als auch vom Anstieg der Etats bestehender Kunden. Das Umsatzwachstum im Inland liegt zwar mit 13,8 % unterhalb des konzernweiten Erlösanstieges, dies ist jedoch auf die vergleichsweise hohe Ausgangsbasis zurückzuführen.

Ergebnisentwicklung 2014

Auch auf Ergebnisebene profitierte die Syzygy Gruppe vom Ausbau der margenstarken Umsatzerlöse im Zuge der Ausweitung bereits bestehender Kundenbeziehungen. Im Rahmen dessen fallen beispielsweise keine Aufwendungen für die Neukundengewinnung an. Zudem konnte die Syzygy Gruppe Synergieeffekte heben und damit insgesamt eine Rentabilitätsverbesserung erzielen. Dies wird insbesondere anhand des überproportionalen EBIT-Anstiegs im Segment „Großbritannien“ sichtbar, in dem die Aktivitäten mit Mazda und AVIS auf weitere Märkte erweitert und somit eine hohe Kapazitätsauslastung erreicht wurde:

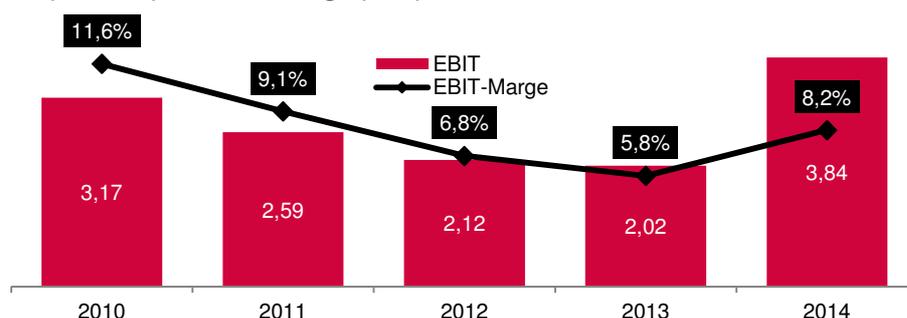
Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Auf Konzernebene (inkl. negatives EBIT für die internen Funktionen in Höhe von -3,08 Mio. €) verbesserte sich das EBIT überproportional um 90,0 % auf 3,84 Mio. € (VJ: 2,02 Mio. €), was einem entsprechenden EBIT-Margenanstieg auf 8,2 % (VJ: 5,8 %) gleichkommt.

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



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Neben dem signifikanten Ausbau des Ergebnisbeitrags in „Großbritannien“ werden bei den deutschen Gesellschaften Skaleneffekte sichtbar. Zugleich fehlen Aufwendungen (Anlaufverluste Hi-ReS! Berlin; Umstrukturierung Hi-ReS! Hamburg), welche das Ergebnis des Geschäftsjahres 2013 noch belastet hatten. Insgesamt befindet sich die Gesellschaft damit auf einem guten Weg, die anvisierte Ziel-EBIT-Marge von 10,0 % zu erreichen.

Es ist erwähnenswert, dass im Ergebnis des abgelaufenen Geschäftsjahres 2014 zwar auch Sondereffekte enthalten sind, diese hatten jedoch in Summe eine nur geringfügige Auswirkung auf die Ergebnisentwicklung. Mit dem Erwerb von weiteren 44,0 % an der polnischen Tochtergesellschaft Ars Thanea, hatte die Syzygy AG die Beteiligungsquote zum 06.02.2014 auf 70,0 % ausgebaut. Der für die Anteilsaufstockung vereinbarte Kaufpreis lag über dem Bilanzansatz der zuvor gehaltenen 26,0 %igen Beteiligung, was eine entsprechende Neubewertung der Altanteile ausgelöst hat. Hieraus ergeben sich sonstige betriebliche Erträge in Höhe von 2,03 Mio. €. Reduziert um die Abschreibungen der im Rahmen des Erwerbs identifizierten immateriellen Vermögenswerten in Höhe von 0,31 Mio. €, ergibt sich aus dieser Transaktion ein ergebniswirksamer positiver Effekt in Höhe von 1,72 Mio. €.

Diesem stehen jedoch außerordentliche Aufwendungen in gleicher Höhe entgegen. Einerseits wurde der Firmenwert der Tochtergesellschaft Hi-ReS! London um 1,33 Mio. € abgeschrieben. Darüber hinaus ging die Auflösung der Tochtergesellschaft mediopoly mit negativen Währungseffekten in Höhe von 0,32 Mio. € einher, so dass sich die negativen Sondereffekte auf 1,65 Mio. € summieren.

Unter Berücksichtigung dieser Effekte erzielte die Syzygy Gruppe ein gegenüber dem Vorjahr um 44,7 % höheres Vorsteuerergebnis in Höhe von 6,00 Mio. € (VJ: 4,15 Mio. €). Neben der positiven operativen Entwicklung war das Management der Gesellschaft erneut in der Lage, ein signifikantes Finanzergebnis in Höhe von 2,16 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €) zu erzielen:

Bestandteile Vorsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Durch ein aktives Management der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere), im Rahmen dessen Zinserträge aus der Anlage in Unternehmensanleihen sowie Kursgewinne aus Wertpapieren realisiert wurden, entspricht das Finanzergebnis einer Rendite von 7,7 % (VJ: 8,8 %) auf die durchschnittlich gebundenen Liquiditätsreserven.

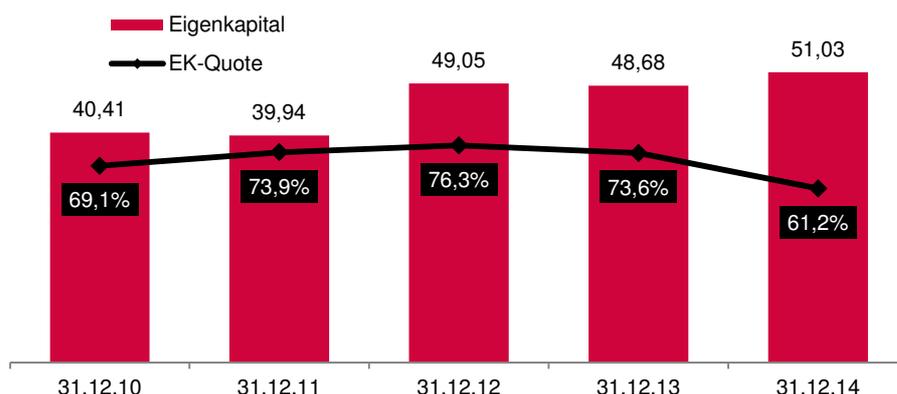
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2014

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	49,31	48,92	50,94
EK-Quote (in %)	76,7%	74,0%	61,0%
Operatives Anlagevermögen	2,79	2,66	3,34
Working Capital	-0,66	1,19	-7,78
Net Debt	-27,77	-25,81	-32,32

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Auch im Geschäftsjahr 2014 ist die Vermögenssituation der Syzygy Gruppe als überdurchschnittlich gut zu bezeichnen. Weiterhin verfügt die Gesellschaft mit einem Eigenkapital in Höhe von 50,94 Mio. € (31.12.13: 48,92 Mio. €) über eine vergleichsweise hohe EK-Quote in Höhe von 61,0 % (31.12.13: 74,0 %). Der Rückgang der Eigenkapitalquote ist auf eine Ausweitung der Bilanzsumme auf 83,45 Mio. € (31.12.13: 66,14 Mio. €) zurückzuführen. Hierfür zeichnen einerseits der größere Konsolidierungskreis sowie andererseits eine Ausweitung der Bilanzpositionen mit Working Capital-Charakter verantwortlich.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Anteilsaufstockung bei Ars Thanea und damit die erstmalige Konsolidierung dieser Tochtergesellschaft hatte in erster Linie einen Anstieg der Firmenwerte (Goodwill) auf 25,36 Mio. € (31.12.13: 19,54 Mio. €) zur Folge. Die im Rahmen dieser Transaktion vereinbarte Earn-Out-Komponente (Grundlage sind die Geschäftsjahre 2016-2018) wird auf Basis der aktualisierten Business Pläne der Ars Thanea erstmalig mit 3,37 Mio. € passiviert.

Darüber hinaus verzeichnete die Syzygy Gruppe sowohl stichtagsbedingt als auch infolge der ausgeweiteten Umsatzbasis einen Anstieg des kurzfristigen Fremdkapitals auf 28,93 Mio. € (VJ: 17,24 Mio. €), was insgesamt zu einer deutlichen Reduktion des Working Capitals geführt hat. Unter anderem sind hier Mediabudgets des Kunden AVIS berücksichtigt, welche der Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York vorab entrichtet wurden.

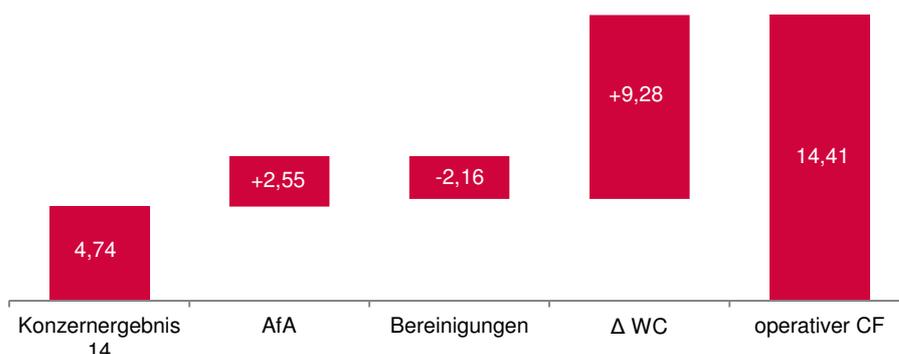
Cashflowentwicklung 2014

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Cashflow (operativ)	7,72	1,29	14,41
Cashflow (Investition)	-6,62	2,98	-5,31
Cashflow (Finanzierung)	-2,55	-3,64	-3,78
Summe	-1,45	0,63	5,32

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die vorgenannte stichtagsbedingte Reduktion des Working Capitals auf -7,78 Mio. € (31.12.13: 1,19 Mio. €) hatte, zusammen mit dem Ergebnisanstieg, einen signifikanten positiven Effekt auf den operativen Cashflow, welcher deutlich auf 14,41 Mio. € (VJ: 1,29 Mio. €) zugelegt hat.

Entwicklung operativer Cashflow (in Mio. €)



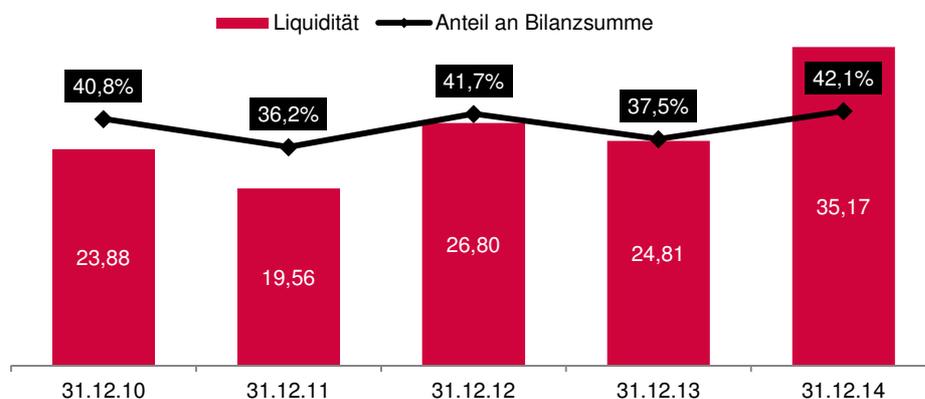
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der im Vergleich zum Periodenergebnis um den Faktor 3,0 höhere operative Cashflow ist folglich hauptsächlich auf den Rückgang des Working Capitals zurückzuführen. Dies ist als ein Sondereffekt zu betrachten und wir gehen von einer Normalisierung des operativen Cashflows in den kommenden Geschäftsjahren aus. Erwartungsgemäß wird sich jedoch das Working Capital weiterhin auf einem niedrigen Niveau bewegen.

Der Investitions-Cashflow in Höhe von -5,31 Mio. € (VJ: 2,98 Mio. €) war hauptsächlich von Veräußerungen und Kauftransaktionen von Wertpapieren des Umlaufvermögens von in Saldo -3,16 Mio. € (es wurden mehr Wertpapiere erworben als veräußert) geprägt. Zugleich beliefen sich die Investitionen (darunter Erwerb von 44 % an der Ars Thanea) auf insgesamt 2,16 Mio. €.

Nach Einbezug des Finanzierungs-Cashflow, welcher nahezu ausschließlich Dividendenauszahlungen in Höhe von -3,58 Mio. € enthält, erhöhte sich der Liquiditätsbestand (inkl. Wertpapiere) deutlich auf 35,17 Mio. € (31.12.13: 24,81 Mio. €). Gemessen an der Bilanzsumme nimmt die Liquidität einen hohen Anteil von 42,2 % (31.12.13: 37,5 %) ein.

Liquide Mittel (in Mio. €) und Anteil der liquiden Mittel an der Bilanzsumme (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> Die Syzygy Gruppe verfügt über einen umfangreichen TrackRecord und einen namhaften Kundenbestand. Die Werbekampagnen der Syzygy Gruppe sind regelmäßig prämiert worden, was einen aussagekräftigen Hinweis auf die kreative Leistung liefert. Die Bilanzrelationen sind sehr solide. So verfügt die Syzygy AG über eine Nettoliquidität in Höhe von 32,32 Mio. € und eine EK-Quote in Höhe von 61,2 %. Die Syzygy AG weist keine Bankverbindlichkeiten auf und ist damit von Kreditinstituten unabhängig. Ein Austausch der Syzygy AG als Dienstleister 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"> Mittlerweile liegt der Anteil der Umsatzerlöse mit der Automotive-Branche bei 40 %. 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 32,32 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 Gruppe 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 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 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	47,08	56,49	63,83
EBITDA	6,40	5,99	6,92
EBITDA-Marge	13,6%	10,6%	10,8%
EBIT	3,84	5,07	6,01
EBIT-Marge	8,2%	9,0%	9,4%
Jahresüberschuss	4,40	5,09	5,77
EPS in €	0,35	0,40	0,45

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2015-2016

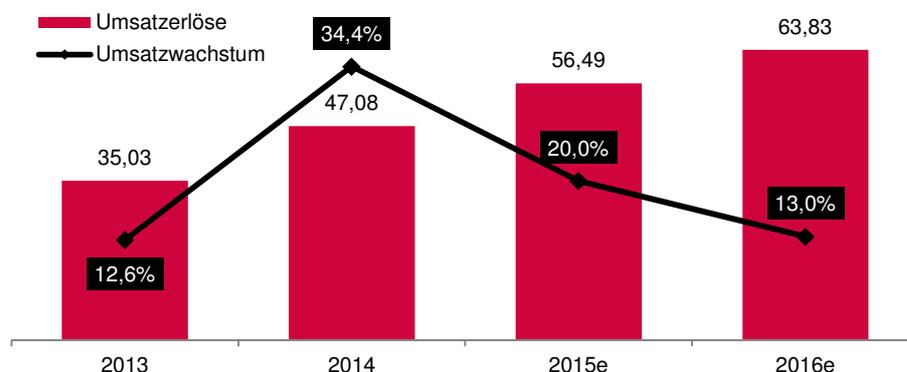
Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 wurde durch die Syzygy Gruppe die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum gelegt. Insbesondere die Ausweitung bestehender Kundenbeziehungen auf weitere Märkte hat sich dabei als wichtiger Impulsgeber für die Umsatzentwicklung erwiesen. Darüber hinaus sind die dadurch generierten Erlöse besonders margenstark, wodurch eine insgesamt verbesserte Rentabilität erreicht wurde.

Auch für das laufende Geschäftsjahr 2015 rechnen wir mit einer Fortsetzung der Internationalisierung bei den wichtigen Kunden Mazda und AVIS, was sich in einer entsprechenden Erhöhung der Umsatzbasis wiederfinden sollte. Allerdings dürfte hier eine Verlangsamung der Dynamik einsetzen, da bereits wichtige Märkte in den letzten Geschäftsjahren abgedeckt wurden.

Die Umsatzentwicklung des Geschäftsjahres 2015 wird unserer Ansicht nach maßgeblich vom Neukundengeschäft geprägt sein, wobei bereits im vierten Quartal 2014 wichtige Weichenstellungen hierfür erfolgt sind. Neben der Gewinnung von „BMW Motorrad“ konnten im vierten Quartal 2014 mehrere Aufträge von Kunden mittlerer Größe akquiriert werden. Diese Aufträge werden erstmals im laufenden Geschäftsjahr 2015 umsatzwirksam sein und damit für eine allgemeine Anhebung der Umsatzbasis sorgen. Um eine umfangreiche Betreuung von „BMW Motorrad“ zu gewährleisten, wird im Mai 2015 ein neues Office in München eröffnet. Die Investitionen liegen im unteren sechsstelligen Bereich, so dass wir hieraus keine nennenswerten Ergebnisbelastungen erwarten. Gemäß der Annahme einer Verlangsamung des Wachstums, rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2015 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % auf 56,49 Mio. €. Unsere Prognose entspricht der erfahrungsgemäß konservativen Unternehmens-Guidance, welche für 2015 ebenfalls ein Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % in Aussicht stellt.

Für das Geschäftsjahr 2016 berücksichtigen wir eine weitere Reduktion der Umsatzdynamik und rechnen mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 13,0 % auf 63,84 Mio. €. Damit unsere Prognosen eintreffen, ist in erster Linie die Gewinnung von Neukunden notwendig. Der weitere Ausbau bestehender Kundenbeziehungen ist zwar weiterhin eine wichtige Option, dies wird unserer Ansicht nach in 2016 eine nur untergeordnete Rolle spielen. Mögliche Akquisitionen und damit anorganisches Wachstum sind weiterhin ein expliziter Teil der Unternehmensstrategie und vor dem Hintergrund des hohen Liquiditätsbestandes gut realisierbar. Aufgrund einer fehlenden Konkretisierung haben wir diese Option in unseren Schätzungen zunächst unberücksichtigt gelassen. Vielmehr rechnen wir mit einer Ausweitung der Angebotspalette auf weitere relevante Bereiche des Onlinemarketing, womit einerseits neue Kundengruppen erschlossen sowie andererseits Kundenbeziehungen erweitert werden können.

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



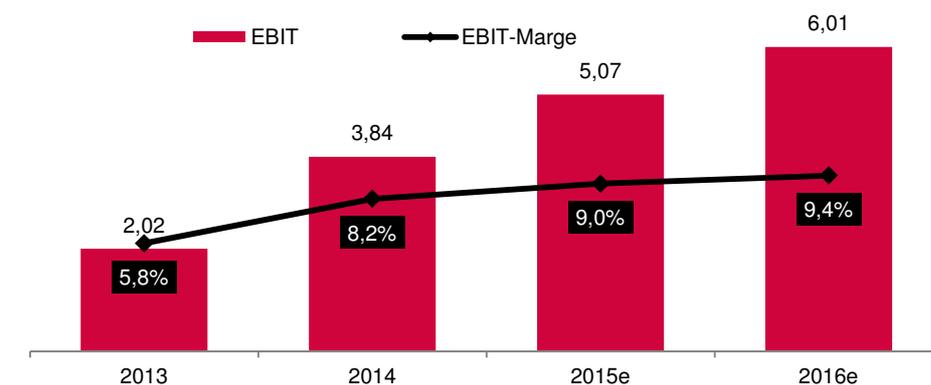
Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen 2015-2016

Bei steigenden Umsätzen wird die Syzygy Gruppe tendenziell von Skaleneffekten profitieren, wodurch mit einer weiteren Verbesserung der EBIT-Marge zu rechnen ist. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen zudem die Verlangsamung der Umsatzbeiträge aus der Internationalisierung mit den Kunden Mazda und AVIS, was sich in der Erwartung einer leicht rückläufigen Nettomarge auf 26,8 % (2015e) sowie 27,1 % (2016e) wiederfindet. In 2014 belief sich die Nettomarge auf 27,2 %.

Die Skaleneffekte dürften den Nettomargenrückgang auffangen, so dass wir mit einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 9,0 % (2015e) sowie auf 9,4 % (2016e) rechnen. Dies geht mit der Unternehmens-Guidance einher, wonach für 2015 eine überproportionale Ergebnisentwicklung in Aussicht gestellt wird. Die EBIT-Prognosen dienen als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell. Mittelfristig dürfte dabei die von der Gesellschaft kommunizierte Zielgröße einer EBIT-Marge von 10,0 % erreicht werden.

Erwartetes 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 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan 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 %.**

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 9,35 % (bisher: 10,10 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,35 % (bisher: 10,10 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,35 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 9,35 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 8,20 € nach oben hin angepasst. Die Kurszielanhebung ist einerseits ein Resultat des erstmaligen Einbezugs der 2016er Prognosen, wodurch für die Stetigkeitsphase eine höhere Basis gegeben ist. Darüber hinaus haben wir bei der Berechnung des WACC den risikolosen Zinssatz auf 1,00 % (bisher: 1,75 %) adjustiert und damit den Diskontsatz reduziert.

DCF-Modell

Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,4%	ewige EBITA - Marge	12,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	0,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	56,49	63,83	67,66	71,72	76,03	80,59	85,42	90,55	
US Veränderung	20,0%	13,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	17,65	19,95	21,48	21,48	21,48	21,48	21,48	21,48	
EBITDA	5,99	6,92	8,39	8,89	9,43	9,99	10,59	11,23	
EBITDA-Marge	10,6%	10,8%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	
EBITA	5,07	6,01	7,69	8,20	8,69	9,21	9,77	10,35	
EBITA-Marge	9,0%	9,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	12,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,32	-1,56	-2,00	-2,13	-2,26	-2,40	-2,54	-2,69	
EBI (NOPLAT)	3,75	4,45	5,69	6,07	6,43	6,82	7,23	7,66	
Kapitalrendite	-84,5%	-556,2%	258,6%	186,7%	186,7%	186,7%	186,7%	186,7%	189,4%
Working Capital (WC)	-4,00	-1,00	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13	0,14	
WC zu Umsatz	-7,1%	-1,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
Investitionen in WC	-3,78	-3,00	-1,10	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,20	3,20	3,15	3,34	3,54	3,75	3,98	4,22	
AFA auf OAV	-0,92	-0,91	-0,70	-0,69	-0,73	-0,78	-0,83	-0,87	
AFA zu OAV	28,8%	28,4%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
Investitionen in OAV	-0,79	-0,91	-0,65	-0,88	-0,93	-0,99	-1,05	-1,11	
Investiertes Kapital	-0,80	2,20	3,25	3,45	3,65	3,87	4,10	4,35	
EBITDA	5,99	6,92	8,39	8,89	9,43	9,99	10,59	11,23	
Steuern auf EBITA	-1,32	-1,56	-2,00	-2,13	-2,26	-2,40	-2,54	-2,69	
Investitionen gesamt	-4,56	-3,91	-1,76	-0,89	-0,94	-1,00	-1,06	-1,12	
Investitionen in OAV	-0,79	-0,91	-0,65	-0,88	-0,93	-0,99	-1,05	-1,11	
Investitionen in WC	-3,78	-3,00	-1,10	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,11	1,45	4,64	5,87	6,23	6,60	7,00	7,42	118,84

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	89,91	96,86
Barwert expliziter FCFs	26,33	27,34
Barwert des Continuing Value	63,57	69,52
Nettoschulden (Net debt)	-30,14	-28,89
Wert des Eigenkapitals	120,04	125,75
Fremde Gewinnanteile	-0,10	-0,10
Wert des Aktienkapitals	119,95	125,65
Ausstehende Aktien in Mio.	12,83	12,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	9,35	9,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	9,3%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
187,9%	10,53	9,87	9,31	8,83	8,42
188,7%	10,56	9,89	9,33	8,85	8,44
189,4%	10,58	9,92	9,35	8,87	8,45
190,2%	10,61	9,94	9,37	8,89	8,47
190,9%	10,63	9,96	9,39	8,90	8,48

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 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten 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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. 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