



Researchstudie (Update)

Syzygy AG



**„Umsatz und Ergebnisse nach sechs Monaten 2015
auf Rekordkurs; Weiteres Wachstum erwartet“**

Kursziel: 9,35 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

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

HALTEN

Kursziel: 9,35

aktueller Kurs: 9,00
05.08.2015 / ETR / 11:45 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,828
Marketcap³: 115,45
EnterpriseValue³: 83,14
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 63,2 %

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 Interessenskonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

Branche: Medien

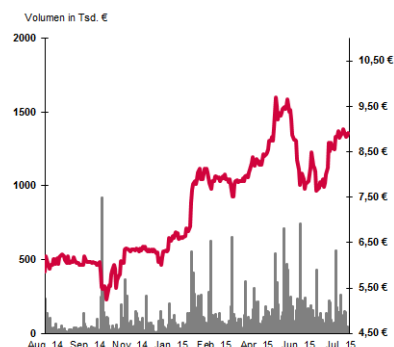
Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 482 Stand: 30.06.2015

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, München, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 500 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“), 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, 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	2,37	1,77	1,47	1,30
EV/EBITDA	29,91	12,99	13,88	12,01
EV/EBIT	41,16	21,65	16,40	13,83
KGV	34,57	26,24	22,68	20,01
KBV		2,26		

Finanztermine

09.09.15: 6. ZKK - Zürich
30.10.15: Q3-Bericht 2015
23.11.15: EKF - Frankfurt
08.12.15: 20. MKK - München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
4.5.2015: RS / 9,35 / HALTEN
14.4.2015: RS / 9,35 / KAUFEN
30.1.2015: RG / 8,20 / HALTEN
8.12.2014: RG / 6,60 / HALTEN
10.11.2014: RS / 6,60 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres 2015 standen bei der Syzygy AG erwartungsgemäß im Zeichen des Wachstums. Insgesamt erzielte die Gesellschaft einen Erlösanstieg in Höhe von 22,4 % auf einen neuen Halbjahres-Rekordwert von 27,63 Mio. € (VJ: 22,57 Mio. €). Insbesondere die Neukundengewinne der deutschen Konzerngesellschaften haben einen maßgeblichen Beitrag zum Umsatzwachstum geleistet. Innerhalb Deutschlands steigerte die Syzygy AG die Umsatzbasis um 3,47 Mio. €. In den beiden anderen Bereichen „Großbritannien“ und „Sonstige Segmente“ wurden die Umsätze um 0,62 Mio. €, respektive 0,49 Mio. € ausgeweitet.
- Um das hohe Umsatzwachstum zu stemmen, hat die Syzygy AG den kostenintensiveren Einsatz freier Mitarbeiter (Freelancer) verstärkt, was einen Rückgang der Nettomarge auf 27,4 % (VJ: 29,1 %) nach sich gezogen hat. Dieser Rückgang konnte jedoch durch Skaleneffekte im Overheadbereich kompensiert werden, so dass auch auf operativer Ergebnisebene ein neuer Rekordwert erzielt wurde. Demzufolge erhöhte sich das EBIT auf 2,55 Mio. € (VJ: 2,04 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge, als Beleg einer überproportionalen Ergebnisentwicklung, auf 9,2 % (VJ: 9,0 %).
- Auf Grundlage der erfolgreichen Entwicklung der ersten sechs Monate 2015 hat die Syzygy AG ihre Unternehmens-Guidance, wonach ein Umsatzwachstum in Höhe von rund 20 % auf den Rekordwert von etwa 55,0 Mio. € sowie eine überproportionale operative Ergebnisentwicklung erwartet werden, bestätigt. Auch wir bestätigen unsere bisherigen Schätzungen (siehe Researchstudie vom 14.04.2015). Flankierend zum erwarteten Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % (2015e: 56,49 Mio. €) sowie in Höhe von 13,0 % (2016e: 63,83 Mio. €) gehen wir von einer Verbesserung der EBIT-Margen auf 9,0 % (GJ 2015e) sowie auf 9,4 % (GJ 2016e) aus.
- Die Fortsetzung der Wachstumsdynamik dürfte dabei weiterhin durch die Gewinnung von Neukunden sowie durch die Ausweitung der bestehenden Kundenbeziehungen getragen werden. Erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang die gewonnenen Neukunden „BMW Motorrad“ und „McDonalds“ sowie die gewonnenen Aufträge von mehreren Kunden mittlerer Größe. Die Syzygy AG dürfte zudem weiterhin von einer Ausweitung des Bestandskundengeschäftes auf neue Märkte und Regionen profitieren. Bezeichnend hierfür ist die breitere regionale Abdeckung der Kunden Mazda und Avis und eine damit entsprechende Erhöhung der Umsatzbasis. Dieser Trend sollte sich weiter fortsetzen, wengleich wir hier mit einer Verlangsamung der Dynamik rechnen. Grundsätzlich sehen wir im Neukundengeschäft das größere Wachstumspotenzial.
- **Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte faire Unternehmenswert entspricht unverändert 9,35 € je Aktie (bisher: 9,35 €). Aufgrund des derzeitigen Kurspotenzials von 3,9 % vergeben wir weiterhin das Rating HALTEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

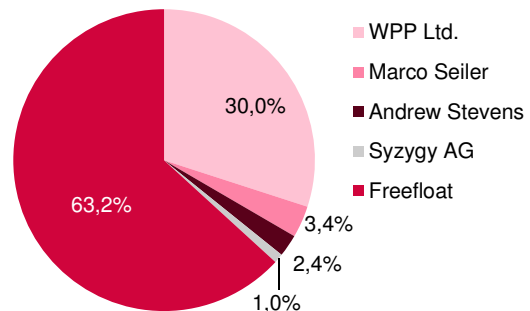
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2015	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2015.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015	8
Prognose und Modellannahmen	9
Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
DCF-Modell.....	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

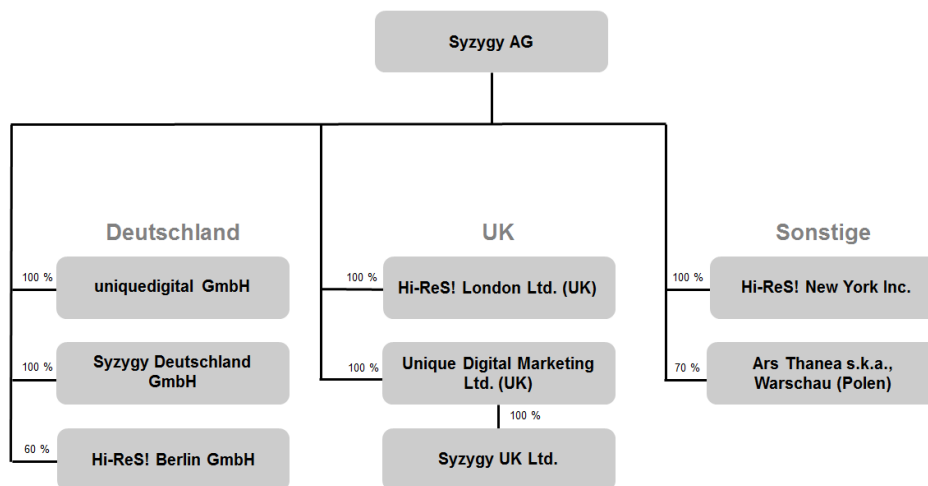
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WPP Ltd.	30,0%
Marco Seiler	3,4%
Andrew Stevens	2,4%
Syzygy AG	1,0%
Freefloat	63,2%

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Referenzkunden (Auswahl)

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



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2015

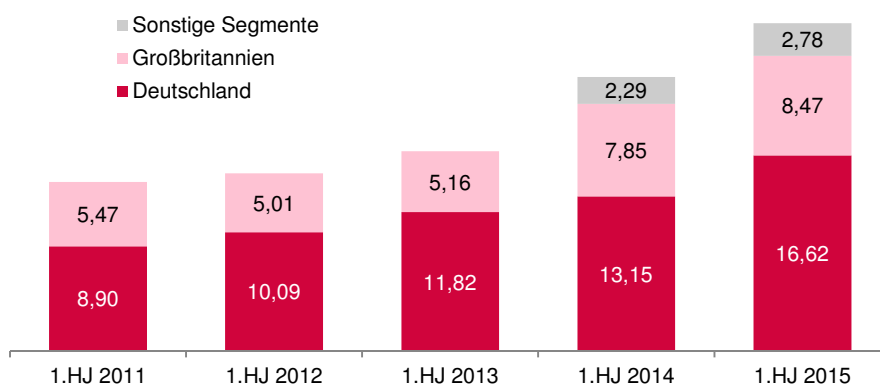
in Mio. €	1.HJ 2013	1.HJ 2014	1.HJ 2015
Umsatzerlöse	16,93	22,57	27,63
davon in Deutschland	11,82	13,15	16,62
davon in Großbritannien	5,16	7,85	8,47
davon Sonstige Segmente	-	2,29	2,78
EBITDA (EBITDA-Marge in %)	1,68 (9,9%)	2,55 (11,3%)	3,09 (11,2%)
EBIT (EBIT-Marge in %)	1,33 (7,8%)	2,04 (9,0%)	2,55 (9,2%)
Periodenergebnis*	1,60	2,52	2,48

Quelle: Syzygy AG; GBC AG; *nach Minderheiten

Umsatzentwicklung 1.HJ 2015

Der eingeschlagene Wachstumskurs wurde von der Syzygy AG auch in den ersten sechs Monaten 2014, mit einem dynamischen Erlösanstieg in Höhe von 22,4 % auf einen neuen Halbjahres-Rekordwert von 27,63 Mio. € (VJ: 22,57 Mio. €), fortgesetzt. Wie auch schon in den Vorperioden gelang es der Gesellschaft in allen drei Unternehmenssegmenten die Umsatzbasis auszubauen, wobei sich besonders die deutschen Konzerngesellschaften mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 26,4 % als sehr wachstumsstark erwiesen haben. Neukundengewinne (bspw. BMW Motorrad, McDonalds) sowie der Ausbau der bestehenden Kundenbeziehungen haben zu diesem Erfolg beigetragen. Ebenfalls sehr dynamisch entwickelte sich, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 21,0 %, der Bereich „Sonstige Segmente“, welcher die Entwicklung der beiden Konzerngesellschaften Ars Thanea und Hi-ReS! New York wiedergibt. Hier spielt insbesondere die Ausdehnung der Geschäftsbeziehungen mit dem Kunden AVIS USA eine Rolle, wovon insbesondere die amerikanische Syzygy-Tochter profitierte. Bisher wurde AVIS vornehmlich innerhalb des Segments „Großbritannien“ betreut, welches aufgrund der damit zusammenhängenden Umsatzverlagerung in „Sonstige Segmente“ ein innerhalb des Syzygy-Konzerns niedrigeres Umsatzwachstum in Höhe von 7,9 % erreicht hat.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)

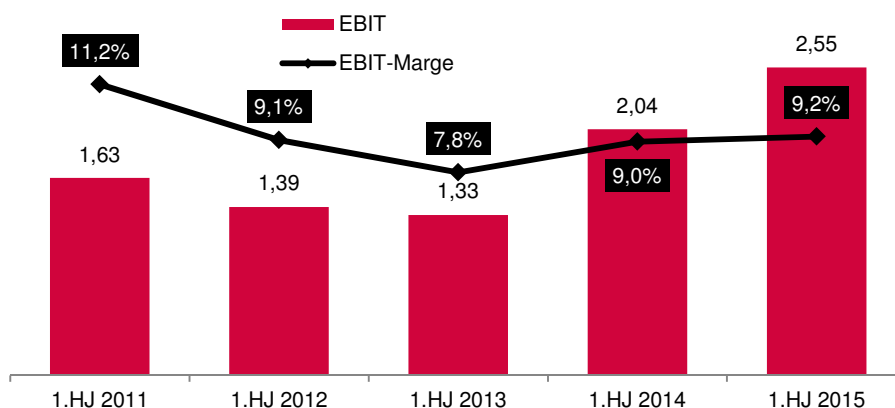


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2015

Auf EBIT-Ebene profitierte die Syzygy AG überproportional stark von der hohen Umsatzdynamik der ersten sechs Monate 2015. Das EBIT erhöhte sich folglich um 25,1 % auf 2,55 Mio. € (VJ: 2,04 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge kletterte ebenfalls auf 9,2 % (VJ: 9,0 %). Analog zum Umsatzniveau wurde auf operativer Ergebnisebene ein neuer Halbjahres-Rekordwert erzielt:

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

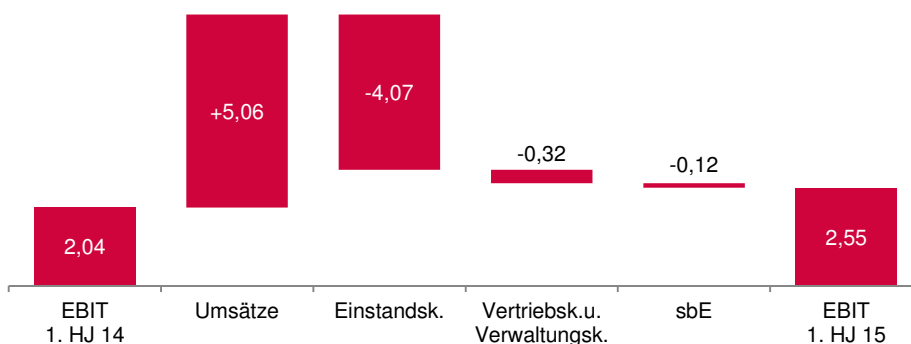


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die überproportionale EBIT-Entwicklung wurde dabei trotz eines verstärkten Einsatzes an freien Mitarbeitern (Freelancer) erzielt. Freie Mitarbeiter sind dabei vergleichsweise kostenintensiv und wurden insbesondere vor dem Hintergrund der sehr guten Auftragslage verstärkt eingesetzt. Dies wird an den Einstandskosten der erbrachten Leistungen ersichtlich, welche um 25,4 % auf 20,07 Mio. € (VJ: 16,00 Mio. €) und damit stärker als die Umsatzerlöse angestiegen sind.

Diese Entwicklung konnte jedoch durch eine weitestgehend konstante Kostenentwicklung im so genannten Overheadbereich kompensiert werden. Bezeichnend hierfür steht der im Vergleich zum Umsatz nur unterproportionale Anstieg bei den Vertriebs- und Marketingkosten sowie bei den allgemeinen Verwaltungskosten in Höhe von lediglich 7,0 % auf insgesamt 4,98 Mio. € (VJ: 4,66 Mio. €).

EBIT-Brücke (in Mio. €)



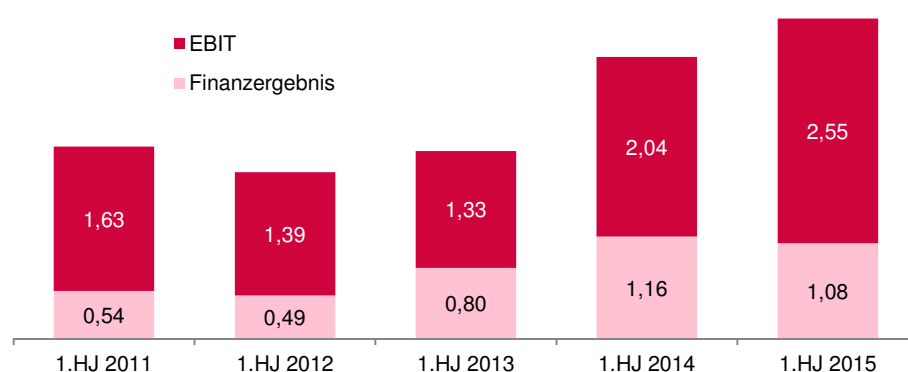
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Bei der Segmentaufteilung des EBIT wird besonders der Ergebnisbeitrag der deutschen Konzerngesellschaften ersichtlich, die in Summe eine EBIT-Marge von 16,5 % (VJ: 14,6 %) erreicht haben. Die „Sonstigen Segmente“ sowie die Konzerngesellschaften in UK

weisen mit 13,9 %, respektive 10,7 %, im Vergleich zwar niedrigere EBIT-Margen auf, diese bewegen sich jedoch weiterhin in einem sehr profitablen Bereich.

Traditionell leistet das aktive Management der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere), im Rahmen dessen Zinserträge aus der Anlage in Unternehmensanleihen sowie Kursgewinne aus Wertpapieren realisiert werden, einen wichtigen Beitrag zur Entwicklung des Periodenergebnisses. Auch in den ersten sechs Monaten 2015 war das Unternehmensmanagement in der Lage, ein positives Finanzergebnis in Höhe von 1,08 Mio. € (VJ: 1,16 Mio. €) zu erzielen. Bezogen auf den Liquiditätsbestand bedeutet dies eine vor dem Hintergrund des aktuellen Zinsumfelds hohe annualisierte Rendite in Höhe von rund 7 % (VJ: 9,0 %):

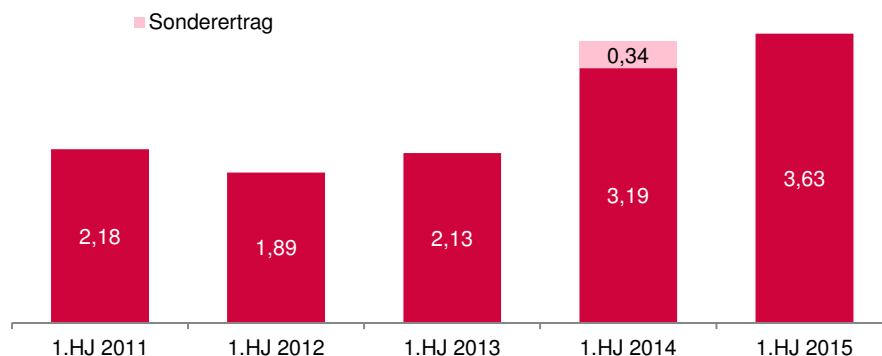
Bestandteile des Vorsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die sehr erfolgreiche Entwicklung in den ersten sechs Monaten 2015 wird durch einen Anstieg des bereinigten Vorsteuerergebnisses auf 3,63 Mio. € (bereinigter Wert des Vorjahres: 3,19 Mio. €) abgerundet. Unbereinigt liegt das Vorsteuerergebnis im Vorjahr bei 3,53 Mio. €, wobei der Syzygy-Konzern einen Sonderertrag aus der Erstkonsolidierung der polnischen Tochtergesellschaft Ars Thanea sowie der Endkonsolidierung der ehemaligen Tochtergesellschaft Mediopoly Ltd. in Höhe von insgesamt 0,34 Mio. € erzielt hat.

Vorsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

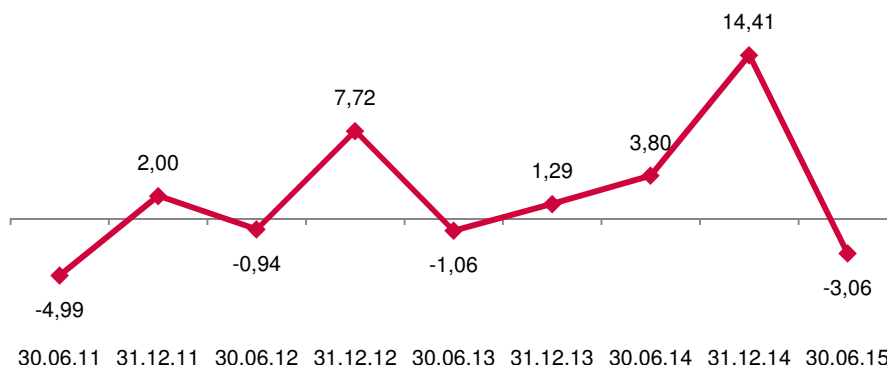
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015

in Mio. €	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015
Eigenkapital	49,47	50,94	49,90
EK-Quote (in %)	67,9%	61,0%	62,6%
Operatives Anlagevermögen	3,47	3,34	3,48
Working Capital	-0,25	-7,78	-2,55
Net Debt	-23,13	-32,32	-24,17
Cashflow (operativ)	3,80	14,41	-3,06
Cashflow (Investition)	-0,12	-5,31	0,90
Cashflow (Finanzierung)	-3,18	-3,78	-4,44

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Halbjahresbilanz des Syzygy-Konzerns weist wesentliche Veränderungen im Bereich des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf. Hierbei erhöhte sich das Working Capital stichtagsbedingt auf -2,55 Mio. € (31.12.14: -7,78 Mio. €). Dies ist einerseits auf einen Ausbau der kurzfristigen Forderungen sowie gleichzeitig auf eine Reduktion der kurzfristigen Verbindlichkeiten zurückzuführen. Dieser liquiditätswirksame Anstieg des Working Capitals und damit der Kapitalbindung hatte einen maßgeblichen Einfluss auf den operativen Cashflow, welcher mit -3,06 Mio. € im negativen Bereich lag. Dies ist nicht als kritisch zu werten, da der operative Cashflow der Syzygy AG typischerweise hohe Schwankungen, mit einem im Normalfall hohen Liquiditätsertrag zum Jahresende, aufweist.

Stichtagsbedingte Schwankung beim operativen Cashflow (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

In Verbindung mit einem niedrigen Investitions-Cashflow sowie unter Berücksichtigung der erfolgten Dividendenzahlung in Höhe von 4,44 Mio. € hat sich der Bestand an liquiden Mitteln und Wertpapieren von 35,17 Mio. € (31.12.14) auf 26,99 Mio. € (30.06.15) reduziert. Nach wie vor verfügt damit die Syzygy AG über einen umfangreichen Liquiditätsbestand.

Insgesamt ist die Bilanzstruktur der Gesellschaft als sehr gesund zu bezeichnen. So verfügt der Syzygy-Konzern mit einer EK-Quote in Höhe von 62,6 % (31.12.14: 61,0 %) über eine weiterhin überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung. Der absolute Rückgang des Eigenkapitals auf 49,90 Mio. € (31.12.14: 50,94 Mio. €) ist ausschließlich auf die Dividendenzahlung in Höhe von 4,44 Mio. € zurückzuführen.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

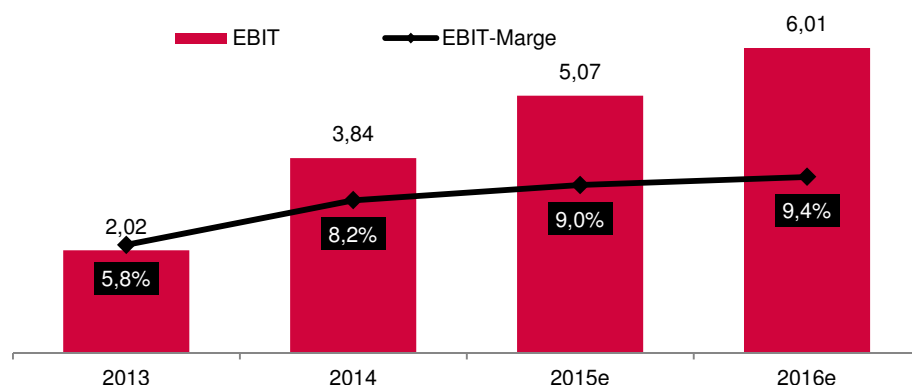
GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	47,08	56,49	63,83
EBITDA (EBITDA-Marge in %)	6,40 (13,6%)	5,99 (10,6%)	6,92 (10,8%)
EBIT (EBIT-Marge in %)	3,84 (8,2%)	5,07 (9,0%)	6,01 (9,4%)
Jahresüberschuss	4,40	5,09	5,77
EPS in €	0,35	0,40	0,45

Quelle: GBC AG

Erwartungsgemäß hat die Syzygy AG in den ersten sechs Monaten 2015 sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene neue Rekordwerte erzielt. Das Erreichen der unveränderten Unternehmens-Guidance, wonach ein organisches Umsatzwachstum in Höhe von rund 20 % auf etwa 55,0 Mio. € bei einer überproportionalen operativen Ergebnisentwicklung erwartet wird, stufen wir auf Grundlage der Halbjahreszahlen 2015 als sehr wahrscheinlich ein. Auch wir nehmen die plangemäße Umsatz- und Ergebnisentwicklung zum Anlass und bestätigen unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 14.04.2015).

Die Fortsetzung der Wachstumsdynamik dürfte dabei weiterhin maßgeblich durch die Gewinnung von Neukunden sowie durch die Ausweitung der bestehenden Kundenbeziehungen getragen werden. Erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang die gewonnenen Neukunden „BMW Motorrad“ und „McDonalds“ sowie die gewonnenen Aufträge von mehreren Kunden mittlerer Größe. Die Syzygy AG dürfte zudem weiterhin von einer Ausweitung des Bestandskundengeschäftes auf neue Märkte und Regionen profitieren. Bezeichnend hierfür ist die breitere regionale Abdeckung der Kunden Mazda und Avis und eine damit entsprechende Erhöhung der Umsatzbasis. Dieser Trend sollte sich weiter fortsetzen, wenngleich wir hier mit einer Verlangsamung der Dynamik rechnen. Grundsätzlich sehen wir im Neukundengeschäft das größere Wachstumspotenzial.

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



Quelle: GBC AG

Flankierend zum erwarteten Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % (2015e: 56,49 Mio. €) sowie in Höhe von 13,0 % (2016e: 63,83 Mio. €) gehen wir von einer Verbesserung der EBIT-Margen auf 9,0 % (GJ 2015e) sowie auf 9,4 % (GJ 2016e) aus. Auch wenn für das weitere Umsatzwachstum der kostenintensive Einsatz von freien Mitarbeitern notwendig sein sollte, so dürften die Skaleneffekte im Overheadbereich den damit zusammenhängenden Rückgang bei der Nettomarge kompensieren. Mittelfristig sollten im eingeschwungenen Zustand und damit nach dem notwendigen Personalausbau höhere Ergebnismargen möglich sein. Dies haben wir in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt.

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 1,25 % (bisher: 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 9,60 % (bisher: 9,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,60 % (bisher: 9,35 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,60 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 9,35 € (bisher: 9,35 €). Der kurszielmindernde Effekt aus der Anhebung des risikolosen Zinssatzes wurde dabei vollständig durch den Prolongationseffekt, mit dem Geschäftsjahresende 2016 als neue Kurszielbasis (bisher: GJ-Ende 2015) kompensiert.

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	11,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	0,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
Umsatz (US)	56,49	63,83	67,66	71,72	76,03	80,59	85,42	90,55	
<i>US Veränderung</i>	20,0%	13,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	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	
<i>EBITDA-Marge</i>	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	
<i>EBITA-Marge</i>	9,0%	9,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,32 26,0%	-1,56 26,0%	-2,00 26,0%	-2,13 26,0%	-2,26 26,0%	-2,40 26,0%	-2,54 26,0%	-2,69 26,0%	26,0%
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%	183,4%
Working Capital (WC)	-4,00	-1,00	0,10	0,11	0,11	0,12	0,13	0,14	
<i>WC zu Umsatz</i>	-7,1%	-1,6%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	
<i>Investitionen in WC</i>	-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	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,92	-0,91	-0,70	-0,69	-0,73	-0,78	-0,83	-0,87	
<i>AFA zu OAV</i>	28,8%	28,4%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-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	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,79	-0,91	-0,65	-0,88	-0,93	-0,99	-1,05	-1,11	
<i>Investitionen in WC</i>	-3,78	-3,00	-1,10	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	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	110,93

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	84,47	91,13
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	26,07	27,13
<i>Barwert des Continuing Value</i>	58,40	64,00
Nettoschulden (Net debt)	-30,14	-28,89
Wert des Eigenkapitals	114,61	120,02
Fremde Gewinnanteile	-0,10	-0,10
Wert des Aktienkapitals	114,51	119,92
Ausstehende Aktien in Mio.	12,83	12,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,93	9,35

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,52
Eigenkapitalkosten	9,6%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **9,6%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%
181,9%	10,44	9,83	9,31	8,86	8,47
182,6%	10,47	9,85	9,33	8,88	8,48
183,4%	10,50	9,88	9,35	8,89	8,50
184,1%	10,52	9,90	9,37	8,91	8,52
184,9%	10,55	9,92	9,39	8,93	8,53

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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.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 Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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: (5a, 7, 11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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