



**Researchstudie (Anno)**

**SYGNIS AG**



**„Next Generation SYGNIS“**

**Geplante Expedeon-Übernahme eröffnet großes Salespotenzial  
in USA und Asien  
Post-Money-Kursziel angehoben**

**Kursziel: 3,95 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

## SYGNIS AG<sup>\*4,5a,5b,6a,7,10,11</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 3,95**

aktueller Kurs: 1,44  
15.6.2016 / ETR / Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03  
WKN: A1RFM0  
Börsenkürzel: LIO1  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,495  
Marketcap<sup>3</sup>: 19,43  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 16,57  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 52,8 %

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 19

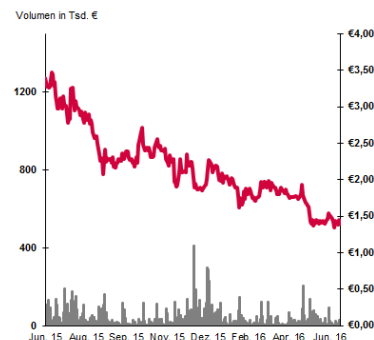
### Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie  
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von  
DNA-Technologien

Mitarbeiter: 21 Stand: 31.03.2016

Gründung: 1997

Firmensitz: Heidelberg



Die SYGNIS AG mit Sitz in Heidelberg und Madrid ist ein im Prime Standard der Deutschen Börse gelistetes Life Science-Unternehmen. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Entwicklung und Vermarktung von neuartigen molekularbiologischen Technologien im Bereich des NGS (Next Generation Sequencing). Die wichtigsten derzeit in der Vermarktung befindlichen Produkte sind TruePrime™ (DNA-Amplifikation) sowie SunScript™ (Übersetzung von RNA in DNA), welche sowohl im Rahmen einer Eigenvermarktung sowie von nicht-exklusiven Vertriebspartnerschaften vertrieben werden. Weitere Produkte (z.B. DNA-Amplifikation im Rahmen der Liquid Biopsy) sollen kurzfristig in den Markt eingeführt werden und den Eintritt in die volumenstarken Märkte (z.B. Krankenhaus) ermöglichen. Derzeit plant die SYGNIS AG im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung den Erwerb der Expedeon Holdings Ltd. Damit würde die Produktpalette um den Bereich Proteomik, dem zweiten wichtigen Segment der Molekularbiologie, erweitert werden. Wichtige Synergieeffekte würden sich insbesondere im Vertriebsbereich ergeben, da die Expedeon über einen Direktvertrieb in den wichtigsten Life-Science-Märkten weltweit verfügt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.16e*	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	0,56	3,66	5,53	9,59	15,25
EBITDA	-3,48	-2,10	-1,99	0,22	6,23
EBIT	-3,86	-3,27	-3,15	-0,94	5,06
Jahresüberschuss	-4,01	-3,36	-3,24	-1,08	4,75

\*Pro Forma-Konsolidierung, als ob Expedeon Holdings Ltd. bereits zum 01.01.2016 konsolidiert wäre

### Kennzahlen

EV/Umsatz	30,10	4,56		1,74	1,10
EV/EBITDA	neg.	neg.		76,64	2,68
EV/EBIT	neg.	neg.		neg.	3,30
KGV	neg.	neg.		neg.	4,12
KBV	1,88				

### Finanztermine

20.06.2016: Hauptversammlung  
11.08.2016: Q2-Abschluss  
09.11.2016: Q3-Abschluss

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
17.12.2015: RG / 3,75 / KAUFEN  
26.11.2015: RG / 3,75 / KAUFEN  
20.11.2015: RG / 3,75 / KAUFEN  
8.10.2015: RG / 3,75 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die SYGNIS AG plant im Rahmen der am 20.06.2016 stattfindenden Hauptversammlung die Beschlussfassung einer Kapitalerhöhung in Höhe von bis zu 20,54 Mio. neuen Aktien. Kernbestandteil dieser Kapitalmaßnahme ist die Übernahme des Life Science-Unternehmens Expedeon über eine geplante Sachkapitalerhöhung geplant, bei der die Aktionäre der Expedeon Holdings Ltd. ihren Anteil vollständig gegen 15,72 Mio. SYGNIS-Aktien (zuzüglich Barausgleich in Höhe von 1,70 Mio. €) einbringen können.
- Nach Abschluss dieser geplanten Transaktion erlangt die SYGNIS AG die Mehrheit an der im Proteomik-Bereich tätigen und in England ansässigen Expedeon-Gruppe. Neben dem Kernsegment Genetik würde damit der zweite wichtige Teilbereich der Molekularbiologie innerhalb der SYGNIS AG vereint sein, wobei dann eine horizontale Erweiterung der Produktpalette stattfinden würde. Die SYGNIS AG wäre folglich in den wachstumsstärksten Märkten der Life-Science-Branche präsent. Beim Kernmarkt NGS (Next Generation Sequencing) wird bis zum Jahr 2021 ein jährliches durchschnittliches Wachstum von 20,8 % prognostiziert. Der Proteomik-Bereich soll bis zum Jahr 2019 jährlich um durchschnittlich 15,4 % zulegen. Ein wesentlicher Faktor für diese dynamische Entwicklung ist der hohe technologische Fortschritt, wodurch sich die massive Kostendegression weiter fortsetzen und gleichzeitig der Eintritt in die volumenstarken Märkte (bspw. Klinikbereich) erfolgen soll.
- Die SYGNIS AG ist mit ihren Produkten bereits hervorragend positioniert, um an dieser Entwicklung teilzunehmen. Nach Abschluss der Produktentwicklungen stehen derzeit die Vermarktung der bestehenden sowie die kurzfristige Einführung neuer Produkte im Vordergrund. Die geplante Expedeon-Übernahme soll, neben der Erweiterung der Produktpalette, zu einer schnellen Ausweitung der Vertriebskapazitäten führen. Die Expedeon-Gruppe verfügt über direkte Absatzkanäle in UK, Deutschland, Frankreich, Asien und den USA, als wichtigster Markt für Life Science-Anwendungen. Darüber hinaus wurden in den letzten Jahren verschiedene OEM-Vereinbarungen getroffen und so zusätzliche Vertriebskanäle eröffnet. Durch die Zusammenlegung der Produktion sowie der Verwaltungsstrukturen sollten Synergieeffekte ermöglicht werden.
- Wir haben diese in unsere konsolidierten (post money) Prognosen berücksichtigt. Beide Gesellschaften sollten aufgrund der genannten Synergieeffekte stärker wachsen als in der jeweiligen Stand-Alone-Betrachtung zusammengerechnet. Dem erwartet hohen Umsatzwachstum sollte im Geschäftsjahr 2018 der Break-Even im Gesamtunternehmen folgen, wobei auf Quartalsebene bereits in 2017 der Break-Even erreicht werden sollte. Die Expedeon Holdings Ltd. weist bereits seit mehreren Jahren ein positives Ergebnisniveau aus und verfügt zudem über eine gute Innenfinanzierungskraft.
- **Wir haben die konsolidierten Umsatz- und Ergebnisprognosen sowie die geplante Kapitalmaßnahme in unserem adjustierten DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt. Der resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 3,95 €. Damit heben wir das bisherige Kursziel von 3,75 € leicht an. Die Kurszielanhebung resultiert einerseits aus der verbesserten Risikostruktur der konsolidierten Gesellschaft (SYGNIS AG + Expedeon Holdings Ltd.) und bringt die möglichen Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss der beiden Unternehmen zum Ausdruck. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 1,44 € je Aktie, vergeben wir das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

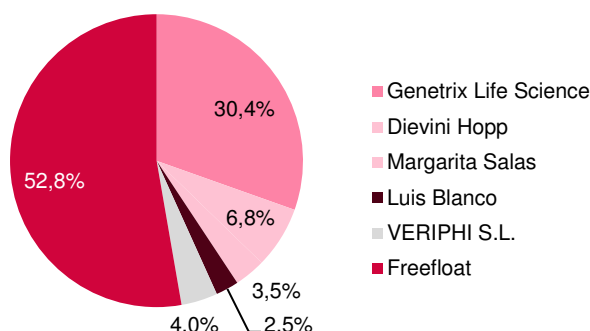
<b>Executive Summary</b> .....	<b>2</b>
<b>Unternehmen</b> .....	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Kapitalmaßnahme zur Finanzierung der Expedeon-Übernahme .....	4
Produktpalette Expedeon Holdings Ltd. ....	4
Produktpalette der SYGNIS AG .....	5
<b>Markt und Marktumfeld</b> .....	<b>7</b>
Marktumfeld SYGNIS-Produkte .....	7
Marktumfeld Expedeon-Produkte.....	8
<b>Operative Kennzahlen</b> .....	<b>9</b>
Operative Kennzahlen - SYGNIS AG.....	9
Umsatz- und Ergebnisentwicklung .....	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2016.....	10
Operative Kennzahlen - Expedeon Holdings Ltd. ....	11
Umsatz- und Ergebnisentwicklung .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015.....	11
<b>Prognose und Modellannahmen</b> .....	<b>12</b>
Gründe für den Erwerb der Expedeon Holdings Ltd. ....	12
Zugang zum Vertrieb in den USA und Asien.....	12
Bündelung der Produktionskapazitäten.....	13
Konsolidierte Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	13
Konsolidierte Umsatzprognosen.....	13
Konsolidierte Ergebnisprognosen.....	14
Berücksichtigung der Kapitalmaßnahme im DCF-Modell .....	15
Bewertung.....	16
Modellannahmen.....	16
Bestimmung der Kapitalkosten.....	16
Bewertungsergebnis.....	16
DCF-Modell.....	17
<b>Anhang</b> .....	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Genetrix Life Science	30,4%
Dievini Hopp	6,8%
Margarita Salas	3,5%
Luis Blanco	2,5%
VERIPHI S.L.	4,0%
Freefloat	52,8%

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG



### Kapitalmaßnahme zur Finanzierung der Expedeon-Übernahme

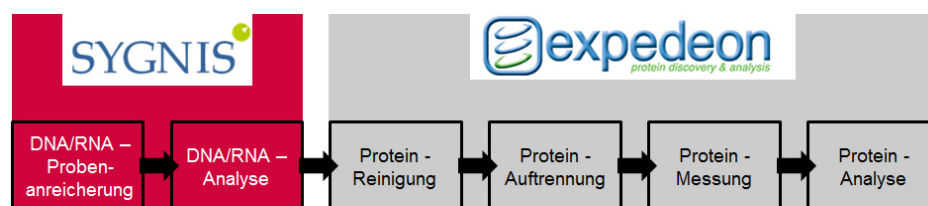
Die SYGNIS AG plant im Rahmen der am 20.06.2016 stattfindenden Hauptversammlung die Beschlussfassung einer Kapitalerhöhung in Höhe von bis zu 20,54 Mio. neuen Aktien, wobei den Altaktionären ein Bezugsrecht in einem Verhältnis von 9:11 gewährt wird. Der Bezugspreis wird voraussichtlich nach der Hauptversammlung, unter Berücksichtigung des dann aktuellen Aktienkurses, noch festgelegt.

Für diejenigen Aktien, die von den Aktionären der Gesellschaft nicht im Rahmen des Bezugsrechts bezogen werden, können die Aktionäre der Expedeon Holdings Ltd. (kurz: Expedeon) gegen Sacheinlage (Sacheinlage sind die Expedeon-Anteile) an der Kapitalerhöhung teilnehmen. Bei vollständiger Einbringung der Expedeon-Anteile können den Expedeon-Altaktionären 15,72 Mio. SYGNIS-Aktien ausgegeben werden. Neben der Sachkapitalerhöhung soll den Expedeon-Aktionären, als Barausgleich, zusätzlich eine Vergütung in Höhe von 1,70 Mio. € gewährt werden (gemischte Sacheinlage).

### Produktpalette Expedeon Holdings Ltd.

Nach Abschluss dieser geplanten Transaktion übernimmt die SYGNIS AG die im Proteomik-Bereich tätige Expedeon-Gruppe. Damit würden mit Genetik und Proteomik beide wichtigen Teilbereiche und Wachstumsmärkte der „Life Science“ innerhalb der SYGNIS AG vereint sein.

Die Produktpalette der Expedeon-Gruppe deckt dabei alle wesentlichen Bestandteile und wichtigen Schlüsselanwendungen des Proteomik-Marktes ab. So vermarktet Expedeon Produkte (Gele) für die Elektrophorese, eine der wichtigsten Anwendungen für die Protein-Analyse. Darüber hinaus bietet die Expedeon-Gruppe Massenspektrometer (Proteinmessung) sowie Anwendungen für die Protein-Aufbereitung oder Protein-Auftrennung an. Mit dem Erwerb der Expedeon-Gruppe würde die SYGNIS-Produktpalette horizontal ausgeweitet werden, da jetzt nicht nur DNA sondern auch Proteine analysiert werden können.



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

## Produktpalette der SYGNIS AG

Die Kernaktivität der SYGNIS AG konzentriert sich auf die Eigenvermarktung der beiden Produktfamilien TruePrime™ und SunScript™. Darüber hinaus verfügt die Gesellschaft über zum Teil bereits auslizenzierte Produkte wie SensiPhi® (Auslizenziert an Qiagen), Double Switch (Auslizenziert an SYSTASY und Thermo-Fisher) sowie Caco-2 (verschiedene Lizenzvereinbarungen).

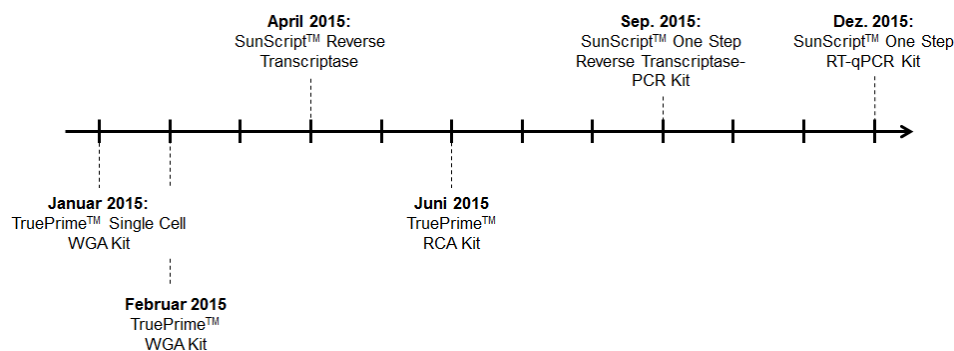
### TruePrime™

Die auf dem Enzym PrimPol basierende TruePrime™-Produktfamilie wird zur Amplifikation des gesamten Genoms aus Einzelzellen verwendet. Die Basis hierfür stellt die Multiple Displacement Amplifikations (MDA) - Technologie, welche für die Vervielfältigung eine geringere Ausgangsmenge an DNA als vergleichbare Technologien benötigt. In der SYGNIS-Produktlinie TruePrime™ hat eine Weiterentwicklung dieser Technologie stattgefunden, wodurch für die Amplifikation von DNA die Notwendigkeit sogenannter Primer (Anmerkung: Primer legt den spezifischen DNA-Abschnitt, welcher amplifiziert werden soll, fest) entfällt. Dadurch können die üblicherweise auftretenden primerinduzierten Artefakte sowie Verzerrungen komplett vermieden werden. Insgesamt wurde beim Einsatz von TruePrime™ eine hohe Ergebnisqualität und Reproduzierbarkeit, bei einer gleichzeitig hohen Sensitivität, nachgewiesen.

### SunScript™

Diese Produktfamilie umfasst eine Reihe von Kits, die auf einer proprietär entwickelten reversen Transkriptase (RT) basieren, welche zu den thermostabilsten und schnellsten im Handel erhältlichen Enzymen gehören. Durch die Möglichkeit, die genetische Information von RNA in DNA zu übersetzen, kann ein zuverlässiges Bild der ursprünglichen genetischen Information erhalten werden. Die in den Markt eingeführten SunScript™-Kits sind für den Einsatz in der PCR-Analyse und für den Aufbau von komplementären DNA-Bibliotheken geeignet, wie sie beispielsweise für Next Generation Sequencing-Anwendungen benötigt werden. Produkte der SunScript™-Familie zeichnen sich durch eine hohe Thermostabilität (bis zu 85° C), bei gleichzeitig hohen Reaktionsgeschwindigkeiten und einer insgesamt hohen Sensitivität, aus.

### Produkteinführungen in 2015

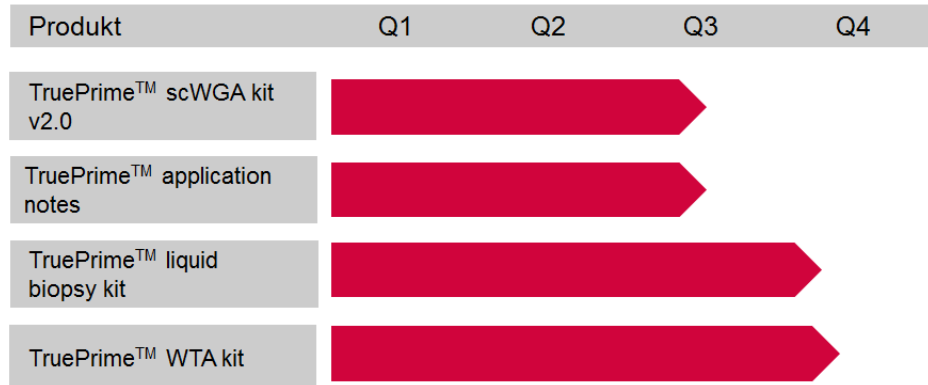


Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Im Geschäftsjahr 2015 wurden innerhalb von TruePrime™ und SunScript™ jeweils drei neue Produkte global eingeführt und damit die Produktpalette erheblich erweitert. Insbesondere die Produktfamilie TruePrime™ wird derzeit um den Bereich der DNA-Amplifikation im Rahmen der so genannten „Liquid Biopsy“ (Flüssigbiopsie) erweitert. Noch im laufenden Geschäftsjahr 2016 soll diesbezüglich der erste Flüssigbiopsie-Kit von TruePrime™ auf den Markt gebracht werden. Die Liquid Biopsy ist ein wichtiger Anwendungsbereich bei Laboruntersuchungen von flüssigem Probematerial (Urin, Blut

etc.), mit dem Hauptforschungsgebiet der „cell free DNA“ (zellfreie DNA). Hier können beispielsweise die Bruchstücke von DNA oder RNA (z.B. Tumorzellen) die in das Blut übergegangen sind detektiert, vervielfältigt sowie analysiert werden. Mit diesem Verfahren lässt sich eine frühere und gering-invasive Diagnosefeststellung mit deutlich reduziertem Zeit- und Kostenaufwand bewerkstelligen. Der in 2016 einzuführende Liquid Biopsy-Kit ist unseres Erachtens ein wichtiger Schritt für den Eintritt in den volumenstarken Krankenhausmarkt.

**Geplante Produktveröffentlichungen 2016**



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

## MARKT UND MARKTUMFELD

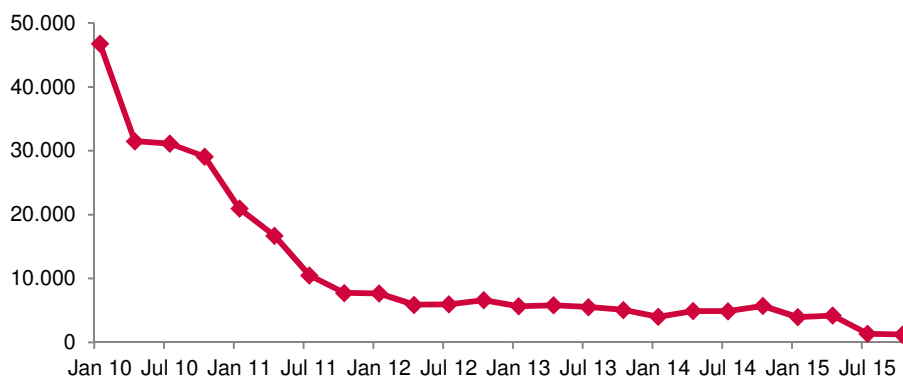
### Markumfeld SYGNIS-Produkte

Das Einsatzspektrum der DNA-Analyse ist nicht zuletzt aufgrund der technologischen Entwicklung und von damit verbundenen Kostenvorteilen mittlerweile breit gefächert. Zu den typischen Anwendern der DNA-Sequenzierung zählen weiterhin die Interessenten aus der Pharmabranche und die klinischen Labore mit dem Schwerpunkt auf medizinische Einsatzzwecke. Darüber hinaus wird die genetische Analyse mittlerweile auch in anderen Gebieten, wie etwa in der Landwirtschaft oder bei der chemischen Herstellung von Verbrauchsgütern, angewendet. Folglich sind die langfristigen Potenziale der SYGNIS-Technologie nicht alleine an einer Branche festzumachen, wenngleich der Einsatz in der medizinischen Forschung und Diagnostik weiterhin überwiegen dürfte.

Insgesamt wird dem NGS-Markt dabei ein hohes Wachstumspotenzial zugesprochen. Der Marktforscher MarketsandMarkets erwartet zwischen 2016 und 2021 ein jährliches durchschnittliches Marktwachstum (CAGR) in Höhe von 20,8 % auf dann 10,3 Mrd. US-Dollar (2016: 4,0 Mrd. US-Dollar). Als wichtige Faktoren werden dabei die technologische Entwicklung sowie in Verbindung dazu eine steigende Anzahl an Anwendungsfeldern für das Next Generation Sequencing genannt. Hier wird eine zunehmende Verschiebung des NGS aus dem Forschungsbereich (Labor) ins Volumengeschäft (Krankenhaus) unterstellt.

Ein wesentlicher Treiber hierfür ist die personalisierte Medizin, mit der damit verbundenen Identifikation von Biomarkern. Die Grundlage des Marktwachstums findet sich in einer verbesserten Anwendbarkeit der DNA-Amplifikation und DNA-Sequenzierung. So ist es mit den neuen Sequenzierungstechniken mittlerweile möglich, das menschliche Genom zu vertretbaren Kosten und mit einem geringeren Zeitaufwand auszulesen. Während noch im Jahr 2001 das Auslesen eines Genoms noch 95 Mio. US-Dollar gekostet hat, mussten im Jahr 2010 nur noch rund 47.000 US-Dollar und im Jahr 2015 nur noch rund 1.245 US-Dollar aufgewendet werden. Diese in erster Linie technologisch getriebene massive Kostendegression ermöglicht es, die Genanalyse in einem industriellen Maßstab anzuwenden und damit insbesondere neue Erlösquellen zu erschließen.

### Sequenzierungskosten pro Genom (in US-Dollar)



Quelle: National Human Genome Research Institute; GBC AG

Biomarker tragen beispielsweise dazu bei, die individuelle genetische Ausstattung eines Patienten zu erkennen, auf deren Basis sich eine Krankheit entwickelt hat. Hierfür entscheidend ist das Auslesen der genetischen Information eines Patienten mit Hilfe der DNA-Sequenzierung. Diese genetischen Daten werden dann als Basis für eine patientenbezogene und individualisierte Therapie herangezogen. Der größte Nutzen der per-



sonalisierten Medizin liegt in der hohen Therapieindividualität, die in der Regel mit einem höheren Ansprechverhalten der Patienten einhergeht. Aufgrund eines frühzeitigen Erkennens und Eliminierens von Unverträglichkeiten verbessert sich die Therapieeffizienz (Vermeidung schwerer Krankheitsverläufe, weniger Nebenwirkungen, Vermeidung zusätzlicher Maßnahmen und Personalkosten), was infolge dessen auch eine Effizienzverbesserung und damit Kosteneinsparungen im Gesundheitssystem mit sich bringt. Hier von dürfte insbesondere auch der Bereich der DNA-Sequenzierung profitieren, wenn gleich es sich dabei nur um ein Teileinsatzgebiet handelt. Speziell der technologische Fortschritt dürfte den Anbietern der DNA-Sequenzierung neue Marktbereiche erschließen.

Die SYGNIS AG ist mit seiner Produktpalette in einem Marktumfeld tätig, welches alleine von medizinischer Seite von hohen Wachstumsraten geprägt sein dürfte. Darüber hinaus sollten neue Anwendungsbereiche für die DNA-Sequenzierung und DNA-Amplifikation für zusätzliches Wachstum sorgen.

### **Marktumfeld Expedeon-Produkte**

Parallel zum NGS-Markt wird der Proteomik-Markt hauptsächlich vom technologischen Fortschritt sowie von einer steigenden Nachfrage nach Anwendungen im Zusammenhang mit personalisierter Medizin profitieren. Proteomik befasst sich mit der Struktur und Funktion von Proteinen, mit dem wichtigen Ziel, sämtliche Proteine in einem Organismus zu katalogisieren sowie ihre Funktionen zu entschlüsseln. Die Baupläne der Proteine finden sich in den eher statischen Erbanlagen (Genetik), wobei die DNA als Informationsspeicher gilt und die aus Aminosäuren bestehenden Proteine vielfältige Aufgaben (Antikörper, Enzyme etc.) übernehmen.

Zu den Schlüsseltechnologien der Proteinanalyse gehören die Proteinreinigung und die quantitative Analyse der Proteinexpression, Teilgebiete also, welche von der Expedeon abgedeckt werden. Da alle Prozesse im menschlichen Organismus durch Proteine bestimmt werden, bauen neue Arzneimittelwirkstoffe auf Erkenntnissen aus der Proteomik auf. So können z.B. einzelne beschädigte Proteine, die für eine bestimmte Erkrankung identifiziert und analysiert wurden, durch neuartige Wirkstoffe blockiert und damit inaktiviert werden.

Die strukturellen Markttreiber des Proteomik-Marktes sind dementsprechend den Bereichen Diagnose und Medikamentenentwicklung zuzuordnen. Der Proteomik-Markt hatte in 2013 ein geschätztes Volumen in Höhe von 10,2 Mrd. US-Dollar und soll bis zum Jahr 2019 mit einem jährlichen durchschnittlichen Wachstum (CAGR) von 15,4 % auf 22,8 Mrd. US-Dollar zulegen. Wichtige Treiber sind dabei die Arzneimittelindustrie sowie die technologischen Entwicklungen in der Analyse von Genen und Proteinen (Quelle: Global Proteomics Market - Segmented by Technology, Services, Application and by Geography - Growth, Trends and Forecasts (2014 - 2019)).

Die wichtigsten Regionen des Proteomik-Marktes sind Nordamerika (40 % Marktanteil), gefolgt von Europa und Asien. An dieser Reihenfolge sollte sich in den kommenden Jahren nichts ändern, wenngleich für Asien Aufholeffekte erwartet werden. Expedeon ist mit seinem Vertriebsfokus in den USA, UK, Europa und Asien in den wichtigsten Proteomik-Märkten präsent.

## OPERATIVE KENNZAHLEN

### Operative Kennzahlen - SYGNIS AG

#### Umsatz- und Ergebnisentwicklung

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015	Q1/2016
Umsatzerlöse	0,48	0,39	0,56	0,09
EBIT	-4,28	-3,21	-3,86	-0,67
Jahresüberschuss	-3,20	-3,48	-4,01	-0,68

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

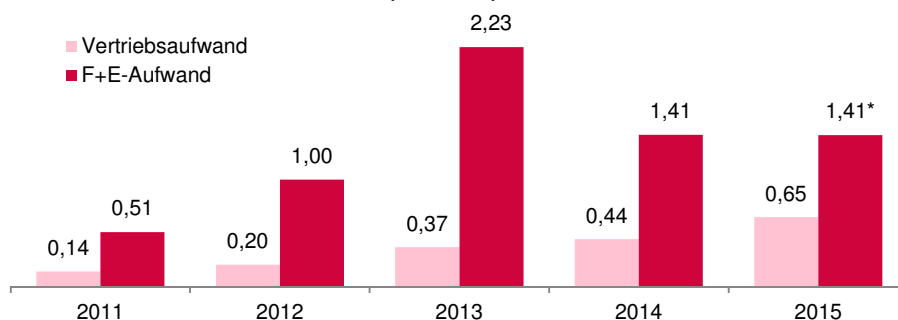
Die SYGNIS AG weist erwartungsgemäß noch eine niedrige Umsatzbasis auf. Dabei sind die im Gesamtjahr 2015 erzielten Umsätze in Höhe von 0,56 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €) im Rahmen der Erwartungen (Unternehmensprognose im Halbjahresbericht 2015: 0,50 Mio. € - 0,70 Mio. €) ausgefallen.

Der Fokus der Gesellschaft lag in 2015 auf der Markteinführung von Kits der eigenen Produktlinien TruePrime™ und SunScript™ sowie auf der Ausweitung von nicht exklusiven Vertriebspartnerschaften in den wichtigsten Regionen für Next Generation Sequencing (NGS). Bei den in 2015 eingeführten 6 Kits konnte die SYGNIS AG zwar ein zunehmendes Interesse verzeichnen, aufgrund der noch frühen Vermarktungsphase mussten für die Kunden und Distributoren jedoch noch hohe Rabatte gewährt werden. Nach eigenen Angaben wurde insbesondere im zweiten Halbjahr 2015 eine steigende Nachfrage und Folgebestellungen seitens der Kunden sichtbar. Der überwiegende Teil der Umsätze wurde, wie auch schon in der Vorjahresperiode, im Zusammenhang mit der Vermarktung von Caco-2-Lizenzrechten in den USA in Höhe von 0,25 Mio. € (VJ: 0,30 Mio. €) erzielt. Darüber hinaus wurden Erträge aus Kitverkäufen, Lizenzeinnahmen für die Double Switch-Technologie sowie für die an Qiagen auslizenzierte QualiPhi-Technologie erzielt.

Der sich in der zweiten Jahreshälfte abzeichnende Trend stetig steigender Kit-Verkäufe hat sich im ersten Quartal 2016 fortgesetzt. Insgesamt erhöhten sich die Umsätze im Q1 2016 auf 0,09 Mio. € (Q1/15: 0,08 Mio. €).

Die SYGNIS AG hat, auf Basis der mittlerweile fertigen entwickelten Technologien, die F+E-Aktivitäten deutlich reduziert. Der Fokus der Gesellschaft liegt derzeit klar auf dem Aufbau eines größtenteils nicht-exklusiven Vertriebsnetzwerkes, als Grundlage für den Ausbau der Eigenvermarktung. Während in der Vergangenheit die Auslizenzierung der eigenentwickelten Produkte im Vordergrund stand, soll damit im Zuge der Eigenvermarktung, unter Zuhilfenahme von Vertriebspartnerschaften, eine intensivere Nutzung der Vertriebspotenziale möglich werden.

#### Vertriebsaufwand vs. F+E-Aufwand (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG; \*Sondereffekte in Höhe von 0,15 Mio. €

Diese Strategie hat einen grundsätzlichen Rückgang der F+E-Aufwendungen bei einem gleichzeitigen Anstieg der Vertriebsaufwendungen zur Folge. Dies ist als ein Beleg für die höhere Markreife der SYGNIS-Produktpipeline zu verstehen. In diesem Zusammenhang wurde im April 2015 mit Herrn Dr. Miguel Viribay ein neuer Vice President Marketing and Sales ernannt. Darüber hinaus wurde bereits im Januar 2015 im Zuge der Vertriebsoffensive der SYGNIS Webshop neu eingerichtet, Werbematerial entwickelt sowie der Kontakt zu den Meinungsführern in der Molekularbiologie gesucht.

Ausgehend von der noch niedrigen Erlösbasis ist das operative Ergebnisniveau (auf EBIT-Basis) erwartungsgemäß mit -3,86 Mio. € (VJ: -3,21 Mio. €) noch negativ. Der EBIT-Rückgang resultiert in erster Linie aus Einmalaufwendungen in den Bereichen Verwaltung sowie F+E. Die Anpassung der administrativen Strukturen u.a. durch die Reduktion der Mitarbeiterzahl in der Verwaltung sowie der Umzug in kleinere Geschäftsräume innerhalb Heidelbergs (keine Grundlagenforschung mehr) gingen mit einmaligen Sonderaufwendungen in Höhe von 0,67 Mio. € einher. Das bereinigte EBIT wäre mit -3,19 Mio. € damit leicht oberhalb des Vorjahreswertes ausgefallen.

Die Anpassung der administrativen Strukturen hat sich auf die Ergebnisentwicklung der ersten drei Monate 2016 leicht positiv ausgewirkt. Die rückläufige Entwicklung der Verwaltungsaufwendungen hatte zu einer leichten EBIT-Verbesserung auf -0,67 Mio. € (Q1/15: -0,72 Mio. €) geführt.

#### **Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2016**

in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.03.2016
Eigenkapital	8,34	10,41	9,72
EK-Quote (in %)	66,5%	74,2%	75,7%
Liquide Mittel	3,76	4,56	3,37
Cashflow (operativ)	-3,58	-3,82	-1,06
Cashflow (Investitionen)	-0,62	-0,53	-0,12
Cashflow (Finanzierung)	5,44	4,74	0,00

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

In der aktuellen Unternehmensphase, in der die Vermarktung der vornehmlich in 2015 neu eingeführten eigenen Produktpipeline noch auf niedrigem Niveau stattfindet, liegt ein besonderes Augenmerk auf der Liquiditätsausstattung der SYGNIS AG. Nach der im Dezember 2015 erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung (Bruttoerlös: 6,20 Mio. €) hat sich der Liquiditätsbestand zum 31.12.15 auf 4,56 Mio. € erhöht. Zum 31.03.2016 reduzierte sich dieser aufgrund der noch niedrigen Umsatzbasis und damit noch fehlenden Cashzuflüssen aus dem operativen Geschäft auf 3,37 Mio. €. Gemäß Unternehmensangaben reichen die derzeit vorhandenen liquiden Mittel, unter Berücksichtigung des Business Plans, bis zum Erreichen des geplanten Break-Even auf Quartalsbasis im Jahr 2017 aus.

Anhand der hohen EK-Quote in Höhe von 75,7 % (31.03.2016) wird es ersichtlich, dass die SYGNIS AG überwiegend über Eigenkapital finanziert ist, welches in den vergangenen Geschäftsjahren vornehmlich im Rahmen von Kapitalmaßnahmen eingeworben wurde. Ein wichtiges Asset sind Verlustverträge in Höhe von 84,06 Mio. € (31.12.2015), womit die Steuerlast, bei entsprechend positiven Ergebnisbeiträgen, zukünftig niedrig ausfallen wird. Das Fremdkapital wird von staatlichen zinslosen Förderkrediten (Soft Loans) in Höhe von 2,11 Mio. € geprägt. Hiervon stehen lediglich 0,20 Mio. € in den nächsten zwölf Monaten zur Rückzahlung an.

## Operative Kennzahlen - Expedeon Holdings Ltd.

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung

GuV (in Mio. GBP)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	1,58	1,82	1,93
EBITDA	0,22	0,20	0,26
EBIT	0,09	0,13	0,17
Jahresüberschuss	0,09	0,15	0,14

Quelle: HV-Einladung der SYGNIS AG

Es wurden Umsatz- und Ergebniskennzahlen der zu übernehmenden Gesellschaft Expedeon Holdings Ltd. in der am 09.05.2016 veröffentlichten Einladung zur SYGNIS-Hauptversammlung veröffentlicht. Die in der HV-Einladung dargestellten und von uns verwendeten Werte sind ein Bestandteil einer von der Bewertungsgesellschaft Bioscience Valuation BSV GmbH durchgeführten Unternehmensbewertung der SYGNIS AG und der Expedeon.

Expedeon hat dabei mit dem Verkauf von Produkten für die Proteinanalyse ein im Vergleich zur SYGNIS AG deutlich höheres Umsatzniveau in Höhe von 1,93 Mio. GBP erreicht. Die vorgefertigten Gele werden als Teil eines Analysesystems an Kunden vermarktet, die nicht selbst solche Verbrauchsprodukte herstellen. Die wichtigsten Kunden der Gesellschaft sind OEM's sowie, ähnlich wie die SYGNIS-Kunden, Labore und Forschungseinrichtungen.

Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg war die Expedeon in der Lage, ein positives Ergebnisniveau zu etablieren. Im Geschäftsjahr 2015 erwirtschaftete die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 0,26 Mio. GBP (VJ: 0,20 Mio. GBP), was einer EBITDA-Marge in Höhe von 13,5 % (VJ: 11,0 %) entspricht. Dass bei diesem Umsatzniveau bereits ein positives operatives Ergebnis erzielt wird, spricht für die schlanke Kostenstruktur der Gesellschaft, mit operativen Kosten in Höhe von lediglich 1,67 Mio. GBP (VJ: 1,62 Mio. GBP). Das Erreichen höherer Umsatzniveaus sollte daher mit Skaleneffekten und damit mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung einhergehen.

### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2015

in Mio. GBP	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	1,23	1,36	1,52
EK-Quote (in %)	78,8%	65,4%	62,3%
Liquide Mittel	0,24	0,25	0,46
Cashflow (operativ)	0,13	0,14	0,27
Cashflow (Investitionen)	-0,15	-0,48	-0,11
Cashflow (Finanzierung)	0,04	0,35	0,05

Quelle: HV-Einladung der SYGNIS AG

Die wichtigste Erkenntnis der in der HV-Einladung präsentierten Bilanz- und Cashflowkennzahlen der Expedeon ist die bereits erreichte Innenfinanzierungsfähigkeit. Vor dem Hintergrund des bereits im Geschäftsjahr 2012 erreichten Break-Even war der operative Liquiditätszufluss des vergangenen Geschäftsjahres 2015 ausreichend, um notwendige Investitionen aus eigener Kraft stemmen zu können. Grundsätzlich bedeutet dies, dass die Finanzierung des operativen Geschäftes aus Eigenmitteln, ohne die Durchführung von Kapitalmaßnahmen, erfolgt. In diesem Punkt ist die Expedeon unserer Ansicht nach in ihrer Unternehmensentwicklung bis zu zwei Jahren weiter vorangeschritten als die SYGNIS AG.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

### Gründe für den Erwerb der Expedeon Holdings Ltd.

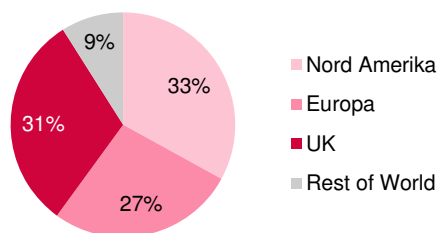
Unsere nachfolgenden Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir auf Basis einer Konsolidierung (Post Money) der beiden Gesellschaften SYGNIS AG und Expedeon Holdings Ltd. vorgenommen. Dabei haben wir die einzelnen Stand-Alone-Prognosen der jeweiligen Gesellschaften zusammengefasst, unter der Berücksichtigung etwaiger erwarteter Synergieeffekte.

### Zugang zum Vertrieb in den USA und Asien

Das bedeutendste Argument für die geplante Übernahme ist der Zugang zu bereits etablierten Vertriebskanälen sowie der damit verbundene Erwerb einer eigenen Vertriebsmannschaft. Derzeit vermarktet die SYGNIS ihre Produkte im Rahmen von Vertriebspartnerschaften sowie über eigene Vertriebskanäle, hier vornehmlich über den Online-Shop. Insbesondere bei der Vermarktung über Vertriebspartnerschaften hat die SYGNIS AG bisher keinen Einfluss auf die Marketingintensität der Vertriebspartner. Darüber hinaus ist bei der anspruchsvollen Anwendung der SYGNIS-Produkte ein hoher technischer Support notwendig, welcher von den nicht-exklusiven Vertriebspartnern nicht immer optimal abgedeckt wird, sodass sich die Anwender immer erst direkt an den Kundenservice der SYGNIS AG in Madrid oder Heidelberg wenden müssen, was je nach Land aufwändiger sein kann.

Der Aufbau einer eigenen, überregional agierenden Vertriebsmannschaft wäre vor diesem Hintergrund eigentlich notwendig, geht allerdings mit hohen Anfangsinvestitionen einher. Bereits in der Vergangenheit hat die SYGNIS AG den Vertrieb der technologisch fertig entwickelten Produkte als wichtigstes Kriterium für schnell wachsende Umsätze ausgemacht.

### Absatzregionen der Expedeon-Gruppe



Quelle: SYGNIS-Präsentation (Mai 2016)

Die Expedeon-Gruppe verfügt über direkte Absatzkanäle in UK, Deutschland, Frankreich, Asien sowie in den USA, als wichtigster und größter Markt für Life Science-Anwendungen. Dabei erzielt die Expedeon-Gruppe über die Hälfte der Umsätze aus dem eigenen Direktvertrieb. Die SYGNIS AG kann hier die Distributionskanäle und die Vertriebsmannschaft der Expedeon-Gruppe nutzen, um die Präsenz der eigenen Produkte in den wichtigsten Märkten deutlich zu steigern.

Darüber hinaus hat die Expedeon-Gruppe in den letzten Jahren verschiedene OEM-Vereinbarungen getroffen. So wurde beispielsweise im Dezember 2015 eine OEM-Vereinbarung mit TANON, einem chinesischen Marktführer aus dem Proteomik-Segment, abgeschlossen. Damit erlangt die Expedeon-Gruppe einen direkten Zugang zum chinesischen Markt. Da auch die SYGNIS-Produkte in die OEM-Vereinbarungen der Expedeon aufgenommen werden könnten, würde dies zu einer zusätzlichen Ausweitung der Umsatzerlöse und der weltweiten Präsenz führen.

### **Bündelung der Produktionskapazitäten**

Mögliche Synergieeffekte ergeben sich zudem aus der Bündelung des Produktionsbetriebes und der Fertigungsprozesse, wodurch eine spürbare Senkung der operativen Kosten und folglich eine Erhöhung der produktbezogenen Ergebnismargen erreicht werden soll. Es ist geplant, die von der Expedeon in den USA (San Diego, Kalifornien) und in Großbritannien (Cambridge) etablierten Produktionsstätten künftig gemeinsam zu nutzen.

Im vergangenen Geschäftsjahr 2015 lag der operative Fokus der SYGNIS AG auf der Einführung neuer Produkte sowie auf dem Ausbau der Vertriebskanäle. Aufgrund des noch niedrigen Umsatzniveaus hatte die Gesellschaft, erwartungsgemäß, ein negatives operatives Ergebnis erzielt. Die zu erwerbende Expedeon-Gruppe operiert hingegen seit mehreren Geschäftsjahren profitabel und hat in 2015 eine EBITDA-Marge von 13,5 % erzielt. Insgesamt sollten die beiden Gesellschaften nach dem Zusammenschluss in der Lage sein, Kostenoptimierungen zu erzielen und damit den Break-Even auch auf Gesamtunternehmensbasis schnell zu erreichen. Grundsätzlich ist es dann das Ziel hohe Skaleneffekte zu erzielen.

### **Konsolidierte Umsatz- und Ergebnisprognosen**

GuV (in Mio. €)	GJ 16e (Pro Forma) <sup>1</sup>	GJ 2016e <sup>2</sup>	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	5,53	3,66	9,59	15,25
EBITDA	-1,99	-2,10	0,22	6,23
EBIT	-3,15	-3,27	-0,94	5,06
Jahresüberschuss	-3,24	-3,36	-1,08	4,75

Quelle: GBC AG; konsolidierte Prognosen (Post Money) der SYGNIS AG und Expedeon Holdings Ltd.; <sup>1</sup>Pro Forma-Konsolidierung, als ob Expedeon bereits zum 01.01.2016 konsolidiert wäre; <sup>2</sup>Expedeon wird voraussichtlich erst ab dem Q3 2016 konsolidiert

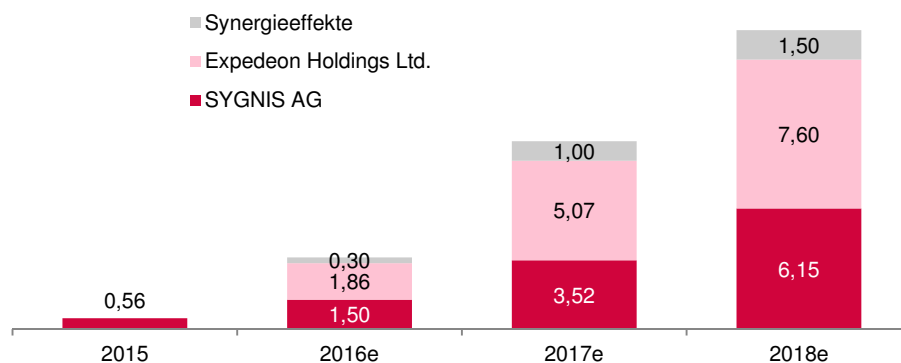
### **Konsolidierte Umsatzprognosen**

Die Basis unserer konsolidierten Prognosen bilden die jeweiligen Stand-Alone-Schätzungen der beiden Gesellschaften unter nachfolgender Berücksichtigung von Synergieeffekten sowie zusätzlicher Integrationsaufwendungen. So rechnen wir bei der SYGNIS AG für das laufende Geschäftsjahr 2016 mit Umsatzerlösen in Höhe von 1,50 Mio. € (SYGNIS-Guidance lt. Geschäftsbericht 2015: 1,2 – 1,5 Mio. €). Die Expedeon hatte im vergangenen Geschäftsjahr 2015 Umsatzerlöse in Höhe von 1,95 Mio. GBP (2,62 Mio. €) erzielt und dürfte in 2016 einen Umsatzanstieg auf 2,75 Mio. GBP (3,73 Mio. €) erwirtschaften.

Erwartungsgemäß werden die SYGNIS-Umsätze dabei von einer höheren Nachfrage nach den bereits auf den Markt eingeführten eigenen Technologien TruePrime™ und SunScript™ sowie durch anstehende Produkteinführungen geprägt sein. Ein besonderer Faktor ist hier die im laufenden Geschäftsjahr 2016 geplante Erweiterung der TruePrime™-Produktfamilie um den Bereich der DNA-Amplifikation im Rahmen der „Liquid Biopsy“, einem wichtigen Anwendungsbereich bei Laboruntersuchungen von flüssigem Probenmaterial (Urin, Blut etc.). Mit diesem Verfahren lässt sich eine frühere und gering-invasive Diagnosefeststellung mit deutlich reduziertem Zeit- und Kostenaufwand bewerkstelligen. Der in 2016 einzuführende Liquid Biopsy-Kit ist unseres Erachtens ein wichtiger Schritt für den Eintritt in den volumenstarken Krankenhausmarkt. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass NGS-Anwendungen mit zunehmender Kosteneffizienz immer attraktiver für kommerzielle Anwendungen werden.

Parallel dazu rechnen wir bei der Expedeon Holdings Ltd. mit einer Beschleunigung beim Umsatzwachstum, vor dem Hintergrund weiterer OEM-Vereinbarungen. Unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen der Expedeon Holdings Ltd. sind an den in der Einladung zur SYGNIS-Hauptversammlung dargestellten Prognosen angelehnt. Hier gilt es zu berücksichtigen, dass die Expedeon erst im dritten Quartal 2016 vollkonsolidiert wird und daher die Umsätze und Ergebnisse nur anteilig im laufenden Geschäftsjahr 2016 berücksichtigt werden.

### Konsolidierte Umsatzprognosen (in Mio. €)

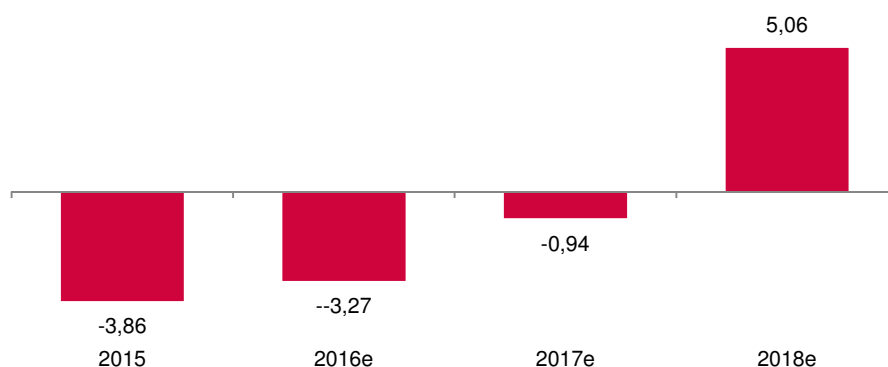


Quelle: GBC AG

Wir haben auch mögliche Synergieeffekte aus der Zusammenlegung der Vertriebskanäle berücksichtigt, wobei insbesondere die Nutzung der direkten Expedeon-Vertriebskanäle in den wichtigsten Märkten für Life Science-Anwendungen, sowie die Nutzung bestehender sowie neuer OEM-Partnerschaften, im Vordergrund stehen. Bis zum Geschäftsjahr 2018 sollen hierdurch weitere zusätzliche Umsatzpotenziale in Höhe von 1,50 Mio. € gehoben werden.

### Konsolidierte Ergebnisprognosen

#### Konsolidierte EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle GBC AG

Mögliche Synergieeffekte, insbesondere im Zusammenhang mit der Zusammenlegung von Verwaltungsstrukturen sowie von Produktionskapazitäten, spielen bei unseren Ergebnisprognosen eine wichtige Rolle. Zunächst werden jedoch die aktuelle Kapitalmaßnahme sowie die anschließend geplante Expedeon-Akquisition mit zusätzlichen Aufwendungen einhergehen. Neben den direkt mit der Transaktion in Verbindung stehenden Kosten sowie den Einmalkosten im Zusammenhang mit der Integration beider Unternehmen haben wir in unseren Ergebnisprognosen beispielsweise auch die PPA-

Abschreibungen aus dem Zugang der immateriellen Expedeon-Vermögenswerte (Schutz- und Lizenzrechte) berücksichtigt. Nachdem die Expedeon bereits seit mehreren Geschäftsjahren positive Ergebnisse erwirtschaftet, dürfte dies für die SYGNIS AG (konsolidiert) im Geschäftsjahr 2018 der Fall sein. Auf Quartalsebene sollte der Break-Even bereits im kommenden Geschäftsjahr 2017 erreicht werden.

Als Folge von Skalen- und Synergieeffekten sind zukünftig hohe Ergebnismargen möglich. Langfristig rechnen wir mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 50,0 % bzw. mit einer EBIT-Marge in Höhe von über 45,0 %.

### ***Berücksichtigung der Kapitalmaßnahme im DCF-Modell***

Die SYGNIS AG plant im Rahmen der Bezugsrechtskapitalerhöhung die Ausgabe von 20,54 Mio. neuen Aktien, wobei den Altaktionären ein Bezugsrecht in einem Verhältnis von 9:11 gewährt wird. Der Bezugspreis wird unter der Berücksichtigung des dann aktuellen Aktienkurses noch festgelegt.

Für diejenigen Aktien, die nicht im Rahmen des Bezugsrechts bezogen werden, können die Aktionäre der Expedeon Holdings Ltd. gegen Sacheinlage an der Kapitalerhöhung teilnehmen. Bei vollständiger Einbringung der Expedeon-Anteile können den Expedeon-Altaktionären bis zu 15,72 Mio. SYGNIS-Aktien zuzüglich einem Barausgleich von 1,70 Mio. € gewährt werden.

In unserem DCF-Modell rechnen wir mit der Ausgabe von 4,82 Mio. Aktien im Rahmen der Ausübung von Bezugsrechten sowie mit der Ausgabe von 15,72 Mio. Aktien im Rahmen der Sachkapitalerhöhung.



## Bewertung

### *Modellannahmen*

Die SYGNIS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten konsolidierten Schätzungen für die Jahre 2016 - 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 50,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorräte mit 15,0 % 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 3,0 %.

### *Bestimmung der Kapitalkosten*

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYGNIS AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41 (bisher: 1,61). Die Reduktion beim spezifischen Beta ergibt sich aus der Verstetigung beim Ergebnis und Cashflow, durch die Konsolidierung der Expedeon Holdings Ltd. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,78 % (bisher: 9,84 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,43 % (bisher: 9,15 %).

### *Bewertungsergebnis*

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden gewichteten Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,43 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 3,95 €. Damit heben wir das bisherige Kursziel von 3,75 € leicht an. Die Kurszielanhebung resultiert einerseits aus der verbesserten Risikostruktur der konsolidierten Gesellschaft (SYGNIS AG + Expedeon Holdings Ltd.) und bringt die möglichen Synergieeffekte aus dem Zusammenschluss der beiden Unternehmen zum Ausdruck.

## DCF-Modell

### SYGNIS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	50,0%	ewige EBITA - Marge	50,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,5%	effektive Steuerquote im Endwert	27,0%
Working Capital zu Umsatz	2,7%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	3,66	9,59	15,25	17,53	20,16	23,19	26,66	30,66	
US Veränderung	560,3%	161,7%	58,9%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,33	0,88	1,23	1,23	1,70	1,70	1,70	1,70	
EBITDA	-2,10	0,22	6,23	8,77	10,08	11,59	13,33	15,33	
EBITDA-Marge	-57,4%	2,3%	40,9%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	
EBITA	-3,27	-0,94	5,06	7,71	8,87	10,58	12,17	14,00	
EBITA-Marge	-89,1%	-9,8%	33,2%	44,0%	44,0%	45,7%	45,7%	45,7%	50,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	-0,03	-0,51	-0,77	-0,89	-1,59	-1,83	-2,10	
	0,0%	-2,9%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	27,0%
EBI (NOPLAT)	-3,27	-0,97	4,55	6,94	7,98	9,00	10,35	11,90	
Kapitalrendite	-202,6%	-9,5%	43,5%	55,8%	54,1%	72,5%	72,5%	72,5%	61,1%
Working Capital (WC)	-1,00	-0,50	0,00	0,47	0,54	0,63	0,72	0,83	
WC zu Umsatz	-27,3%	-5,2%	0,0%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
Investitionen in WC	0,38	-0,50	-0,50	-0,47	-0,07	-0,08	-0,09	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	11,20	10,95	12,43	14,29	11,86	13,64	15,68	18,04	
AFA auf OAV	-1,16	-1,16	-1,17	-1,06	-1,21	-1,01	-1,16	-1,33	
AFA zu OAV	10,4%	10,6%	9,4%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Investitionen in OAV	-10,13	-0,91	-2,65	-2,92	1,22	-2,79	-3,21	-3,69	
Investiertes Kapital	10,20	10,45	12,43	14,76	12,40	14,26	16,40	18,87	
EBITDA	-2,10	0,22	6,23	8,77	10,08	11,59	13,33	15,33	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,03	-0,51	-0,77	-0,89	-1,59	-1,83	-2,10	
Investitionen gesamt	-17,94	-1,41	-3,15	-3,39	1,14	-2,87	-3,30	-3,79	
Investitionen in OAV	-10,13	-0,91	-2,65	-2,92	1,22	-2,79	-3,21	-3,69	
Investitionen in WC	0,38	-0,50	-0,50	-0,47	-0,07	-0,08	-0,09	-0,11	
Investitionen in Goodwill	-8,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-20,04	-1,22	2,58	4,60	10,34	7,14	8,21	9,44	202,04

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	142,01	155,20
Barwert expliziter FCFs	27,33	30,85
Barwert des Continuing Value	114,68	124,35
Nettoschulden (Net debt)	-5,32	-3,99
Wert des Eigenkapitals	147,33	159,19
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	147,33	159,19
Ausstehende Aktien in Mio.	37,34	37,34
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>3,95</b>	4,26

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
59,1%	4,75	4,25	3,84	3,50	3,22
60,1%	4,82	4,31	3,89	3,55	3,26
61,1%	4,89	4,37	<b>3,95</b>	3,60	3,31
62,1%	4,96	4,43	4,00	3,64	3,35
63,1%	5,03	4,49	4,05	3,69	3,39

## 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: (4,5a,5b,6a,7,10,11)**

**§ 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 möglichen 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](mailto: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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG®**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)