

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

KAUFEN

Kursziel: 13,30

aktueller Kurs: 11,96
02.11.16/XETRA/Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,828
Marketcap³: 154,09
EnterpriseValue³: 139,89
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,9 %

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 8

Fertigstellung/Veröffentlichung:
02.11.2016 / 03.11.2016

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

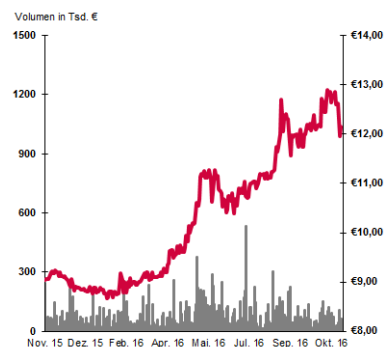
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 632 Stand: 30.9.2016

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Andrew Stevens, Erwin Greiner



SYZGY ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt über 600 Mitarbeiter und umfasst neun Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZGY Deutschland GmbH, SYZGY UK Ltd. und Hi-ReSI Berlin GmbH entwickeln Webpräsenzen, Online-Kampagnen und Plattformen („Design & Build“). uniquedigital GmbH, Unique Digital Marketing Ltd. und SYZGY Digital Marketing Inc. bieten ihren Kunden u.a. Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Social-Media-Strategien an. Ferner werden jeweils 70 %ige Beteiligungen am polnischen Designstudio Ars Thanea und seit April 2016 am Customer Experience Spezialisten USEEDS^o GmbH gehalten. Zu den Kunden der SYZGY-Gruppe gehören unter anderen AVIS, BMW, comdirect, Commerzbank, Continental, Consorsbank, Daimler, Deutsche Bank, Fleurop, KfW Bankengruppe, Mazda, o2, Techniker Krankenkasse etc.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	47,08	57,31	64,33	75,50
EBITDA	6,40	7,39	7,38	8,67
EBIT	3,84	5,27	6,16	7,57
Jahresüberschuss	4,40	4,64	4,91	5,58

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,34	0,36	0,38	0,43
Dividende je Aktie	0,35	0,37	0,40	0,43

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,97	2,44	2,17	1,85
EV/EBITDA	21,86	18,93	18,95	16,13
EV/EBIT	36,43	26,54	22,71	18,47
KGV	35,02	33,21	31,40	27,63
KBV		3,15		

Finanztermine

21.11.2016: EK-Forum Frankfurt
07.12.2016: MKK
30.03.2017: Geschäftsbericht 2016
05.05.2017: Q3-Bericht
30.06.2017: Hauptversammlung

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
5.8.2016: RS / 12,80 / KAUFEN
3.5.2016: RS / 12,80 / KAUFEN
6.4.2016: RS / 12,40 / KAUFEN
4.2.2016: RS / 11,53 / KAUFEN
28.10.2015: RS / 11,53 / KAUFEN

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

Wachstumskurs setzt sich fort; Leichte Kurszielerhöhung auf 13,30 €; Rating KAUFEN bestätigt

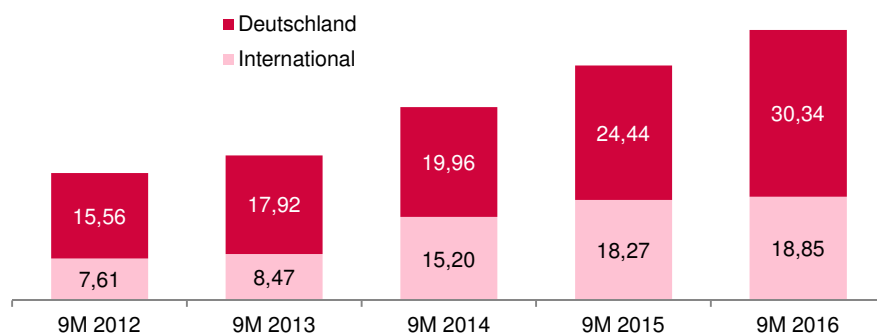
GuV (in Mio. €)	9M 2014	9M 2015	9M 2016
Umsatzerlöse	34,35	41,86	47,20
davon im Ausland	15,20	18,27	18,85
davon in Deutschland	19,96	24,44	30,34
EBIT	3,04	3,86	4,35
EBIT-Marge	8,9%	9,2%	9,2%
Periodenergebnis	3,56	3,77	3,77

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9 Monate 2016

Erwartungsgemäß konnte die SYZYGY-Gruppe im dritten Quartal 2016 den nun mehrere Geschäftsjahre anhaltenden Wachstumskurs fortsetzen und damit im Neun-Monats-Zeitraum ein Umsatzwachstum in Höhe von 12,7 % auf 47,20 Mio. € (VJ: 41,86 Mio. €) erreichen. Die deutschen Konzerngesellschaften leisteten dabei, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 24,2 %, erneut den größten Wachstumsbeitrag. Neben dem organischen Wachstum aus einer soliden Erlösentwicklung mit den Bestandskunden sowie aus der Gewinnung von Neukunden, profitierte die SYZYGY-Gruppe hier auch von anorganischen Effekten. Im April 2016 wurde der Customer Experience Specialist USEEDS® GmbH erworben, wodurch ab dem zweiten Quartal 2016 anorganische Umsatzeffekte zum Tragen gekommen sind. Diese werden jedoch von der Gesellschaft im Rahmen der Berichterstattung nicht konkret beziffert.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

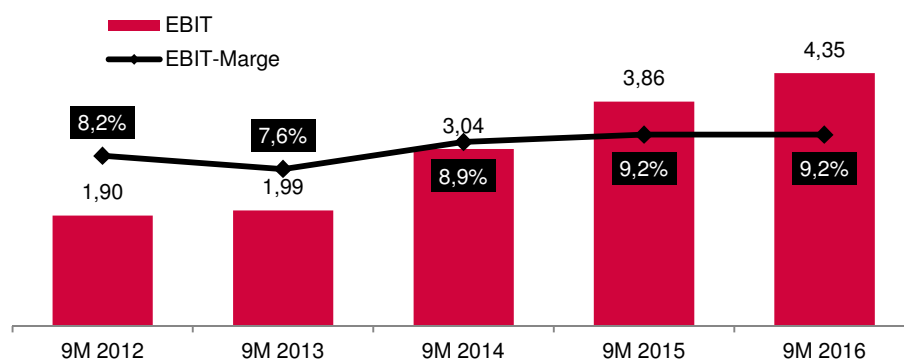
Trotz der anhaltend positiven Umsatzentwicklung ist insgesamt eine Verlangsamung der Wachstumsdynamik zu beobachten, wodurch das aktuelle Umsatzniveau etwas unterhalb unserer Erwartungen geblieben ist. Primär sind dafür die in UK ansässigen Konzerngesellschaften verantwortlich, deren um 12,4 % auf 10,77 Mio. € (VJ: 12,30 Mio. €) rückläufige Umsatzentwicklung hauptsächlich von der Schwäche des britischen Pfunds betroffen war. Dieser Effekt wird jedoch nur auf Ebene der Umsätze sichtbar, während das EBIT der UK-Töchter (Kosten fallen auch in GBP an) kaum beeinträchtigt war. Dennoch erreichten die ausländischen Töchter insgesamt ein Umsatzwachstum in Höhe von 3,2 % auf 18,85 Mio. € (VJ: 18,27 Mio. €). Speziell die amerikanische Agentur SYZYGY Digital Marketing Inc. profitierte hier von einer Ausdehnung der Geschäftstätigkeit von AVIS USA sowie teilweise von Umsatzverlagerungen aus Großbritannien und erreichte daher ein Umsatzwachstum in Höhe von 52,8 % auf 5,83 Mio. € (VJ: 3,82 Mio. €).

Ergebnisentwicklung 9 Monate 2016

Bei den operativen Kosten gab es in der abgelaufenen Berichtsperiode zwei gegenläufige Effekte. Während die direkt mit den Umsätzen in Verbindung stehenden zurechenbaren Einstandskosten der erbrachten Leistungen nur unterproportional um 10,1 % auf 33,69 Mio. € (VJ: 30,60 Mio. €) zugelegt und damit einen Anstieg der Rohmarge auf 28,6 % (VJ: 26,9 %) nach sich gezogen haben, erhöhten sich die übrigen Kostenpositionen stärker als der Umsatz. Insbesondere bei den allgemeinen Verwaltungskosten finden sich beispielsweise die einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit dem im zweiten Quartal 2016 erfolgten Erwerb der USEEDS° GmbH.

Ebenfalls ein einmaliger kostenerhöhender Effekt ergibt sich aus dem mittlerweile abgeschlossenen Vorstandwechsel. Parallel dazu kletterten die Vertriebskosten im Rahmen intensiverer Marketingmaßnahmen (Umstrukturierung und stärkere Vernetzung der Konzerngesellschaften; DID etc.) ebenfalls überproportional. In Summe konnte aber dieser Kostenanstieg durch den erwähnten Anstieg des Rohertrages aufgefangen werden, so dass, bei einer konstanten Entwicklung der EBIT-Marge, das operative Ergebnis in voller Höhe vom Umsatzanstieg profitieren konnte:

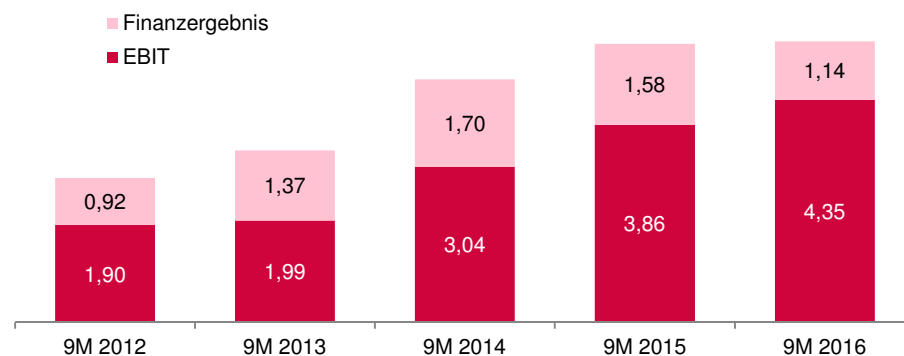
Operative Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Gesamtertragslage der SYZYGY-Gruppe wird sowohl von den operativen Einheiten als auch vom Finanzergebnis bestimmt. Beim Finanzergebnis profitiert die Gesellschaft vom umfangreichen Finanzmittelbestand, welcher sich zum 30.09.16 auf 16,20 Mio. € (31.12.15: 26,78 Mio. €) belief. Der geringere Liquiditätsbestand ist vornehmlich auf den USEEDS°-Erwerb (4,66 Mio. €) sowie auf die erfolgte Dividendenzahlung (4,72 Mio. €) zurückzuführen.

Bestandteile des Vorsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Bezogen auf den durchschnittlichen Liquiditätsbestand ist es dem Management erneut gelungen, eine im Vergleich zum Niedrigzinsumfeld sehr attraktive annualisierte Rendite in Höhe von 6,7 % (VJ: ca. 7,0 %) zu erzielen und dementsprechend ein hohes Finanzergebnis in Höhe von 1,14 Mio. € (VJ: 1,58 Mio. €) zu erreichen. Da aber nicht an den außerordentlich hohen Wert des Vorjahres angeknüpft werden konnte, verzeichnete die SYZGY-Gruppe eine vergleichsweise konstante Entwicklung beim Vorsteuer- und Nachsteuerergebnis. Das Periodenergebnis lag mit 3,77 Mio. € dabei exakt auf dem Niveau des Vorjahres.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 15	GJ 16e (alt)	GJ 16 (neu)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)
Umsatzerlöse	57,31	65,83	64,33	75,50	75,50
EBIT	5,27	6,58	6,16	7,93	7,57
EBIT-Marge (in %)	9,2 %	10,0%	9,6 %	10,5%	10,0%
Jahresüberschuss	4,64	5,35	4,91	5,83	5,58

Quelle: GBC AG

Insgesamt ist das Umsatzniveau in den ersten neun Monaten 2016 vor allem aufgrund der wechselkursbedingten Umsatzschwäche in Großbritannien leicht unterhalb unserer Erwartungen geblieben. Zudem waren die Kosten von einmaligen Aufwendungen aus der Akquisition von USEEDS^o sowie von Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit dem Vorstandswechsel geprägt, weswegen SYZGY nur eine konstante Ergebnisentwicklung erreicht hat. Wir sind von einer Verbesserung der Ergebnismarge und damit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung ausgegangen.

Da diese Sondereffekte weitestgehend abgeschlossen sind, dürfte im vierten Quartal 2016 wieder ein überproportionaler Ergebnisanstieg erreicht werden. Ausgehend von einer Fortsetzung der Umsatzdynamik rechnen wir daher auf Gesamtjahresbasis 2016 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,3 % auf 64,33 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 65,83 Mio. €) und gehen von nun einem EBIT in Höhe von 6,16 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 6,58 Mio. €) aus. Dies entspricht der im Rahmen des Q3-Berichtes bestätigten Unternehmensguidance, wonach Umsätze in Höhe von etwa 65,0 Mio. € und ein leicht überproportionaler Ergebnisanstieg erwartet werden.

Ausgehend von den leicht geminderten 2016er Prognosen haben wir die Ergebnisschätzung für das kommende Geschäftsjahr 2017 ebenfalls etwas reduziert. Ein wichtiger Pfeiler der Unternehmensstrategie ist weiterhin die Forcierung der M&A-Aktivitäten, wodurch in erster Linie eine horizontale Ausweitung der Produktpalette erreicht werden soll. Bezeichnend dafür steht die im zweiten Quartal 2016 erworbene USEEDS^o, mit einer dazugehörigen Ausweitung des Angebots um Beratungsleistungen mit dem Fokus auf der Konzeption digitaler Services. Darüber hinaus soll im Rahmen der Nutzung von Cross Selling-Potenzialen die Gewinnung von Neukunden zielgerichteter adressiert werden. Eine geplante stärkere Vernetzung der bisher einzeln agierenden Tochtergesellschaften soll hier beispielsweise für eine stärkere und vom Angebot her umfassendere Kundenansprache sorgen.

Die leichte Prognosereduktion für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 hat einen kurszielreduzierenden Effekt. Dem steht jedoch eine Anpassung des risikolosen Zinssatzes auf 0,5 % (bisher: 1,0 %) und damit der gewichteten Kapitalkosten (WACC) auf 6,82 % (bisher: 7,32 %) entgegen, so dass sich im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells insgesamt eine Kurszielerhöhung auf 13,30 € (bisher: 12,80 €) errechnet. Trotz der sehr guten Kursperformance der SYZGY-Aktie (seit unserer letzten Researchstudie: +7,0 %) bestätigen wir damit unser Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir, aufgrund der leichten Prognosereduktion in der konkreten Schätzperiode, 11,5 % (bisher: 12,2 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % 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.

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 0,50 % (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 1,15 (bisher: 1,15). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,78) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,82 % (bisher: 7,32 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,82 % (bisher: 7,32 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 13,30 € (bisher: 12,80 €).

DCF-Modell

SYZYG AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	11,5%	ewige EBITA - Marge	10,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	0,1%		

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)	64,33	75,50	79,28	83,24	87,40	91,77	96,36	101,18	
US Veränderung	12,3%	17,4%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	18,92	22,54	24,17	24,17	24,17	24,17	24,17	24,17	
EBITDA	7,38	8,67	9,11	9,56	10,04	10,54	11,07	11,63	
EBITDA-Marge	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	6,16	7,57	8,10	8,58	9,01	9,46	9,93	10,43	
EBITA-Marge	9,6%	10,0%	10,2%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
Steuern auf EBITA	-1,73	-2,12	-2,27	-2,40	-2,52	-2,65	-2,78	-2,92	
zu EBITA	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	4,44	5,45	5,83	6,18	6,49	6,81	7,15	7,51	
Kapitalrendite	126,1%	-908,8%	248,3%	183,9%	183,9%	183,9%	183,9%	183,9%	179,6%
Working Capital (WC)	-4,00	-1,00	0,08	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10	
WC zu Umsatz	-6,2%	-1,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	
Investitionen in WC	4,17	-3,00	-1,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,40	3,35	3,28	3,44	3,62	3,80	3,99	4,19	
AFA auf OAV	-1,22	-1,10	-1,01	-0,98	-1,03	-1,08	-1,14	-1,20	
AFA zu OAV	35,9%	32,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
Investitionen in OAV	-1,28	-1,05	-0,94	-1,15	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	
Investiertes Kapital	-0,60	2,35	3,36	3,53	3,70	3,89	4,08	4,29	
EBITDA	7,38	8,67	9,11	9,56	10,04	10,54	11,07	11,63	
Steuern auf EBITA	-1,73	-2,12	-2,27	-2,40	-2,52	-2,65	-2,78	-2,92	
Investitionen gesamt	-1,76	-4,05	-2,01	-2,35	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	
Investitionen in OAV	-1,28	-1,05	-0,94	-1,15	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	
Investitionen in WC	4,17	-3,00	-1,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	-4,66	0,00	0,00	-1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,90	2,50	4,83	4,81	6,31	6,63	6,96	7,30	175,61

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	140,05	147,10
Barwert expliziter FCFs	29,41	28,91
Barwert des Continuing Value	110,64	118,19
Nettoschulden (Net debt)	-25,47	-23,80
Wert des Eigenkapitals	165,52	170,90
Fremde Gewinnanteile	-0,32	-0,33
Wert des Aktienkapitals	165,20	170,56
Ausstehende Aktien in Mio.	12,83	12,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,88	13,30

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,15
Eigenkapitalkosten	6,8%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,8%

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%
178,1%	16,66	14,71	13,22	12,04	11,10
178,8%	16,71	14,75	13,26	12,08	11,13
179,6%	16,76	14,80	13,30	12,11	11,16
180,3%	16,82	14,84	13,34	12,15	11,19
181,1%	16,87	14,89	13,37	12,18	11,22

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) und Jörg Grunwald.

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