



Researchstudie (Anno)

SYGNIS AG



**Starkes Umsatzwachstum und EBITDA-Break-Even in den letzten Quartalen erreicht, Weiterhin dynamisches (anorganisch organisch) Wachstum erwartet,
SYGNIS bedient wachstumsstarke Zukunftsmärkte**

Kursziel: 3,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

SYGNIS AG^{*4,5a,6a,7,10,11}

Kaufen

Kursziel: 3,30

aktueller Kurs: 1,42
15.06.18 / XETRA / 11:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: LIO1
Aktienanzahl³: 50,37
Marketcap³: 71,53
EnterpriseValue³: 75,75
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

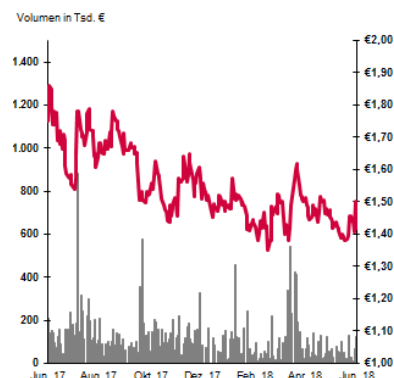
Branche: Biotechnologie
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von
DNA-Technologien, Proteomik-Anwendungen,
Labeling-Anwendungen

Mitarbeiter: 89 Stand: 31.12.2017

Gründung: 1997

Firmensitz: Heidelberg

Vorstand: Dr. Heikki Lanckriet, David Roth



Die SYGNIS AG mit Sitz in Heidelberg 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) und der Immundiagnostik. Die wichtigsten derzeit in der Vermarktung befindlichen Produkte sind TruePrime™ (DNA-Amplifikation), SunScript™ (Übersetzung von RNA in DNA), RunBlue (DNA-Trennung und -Reinigung), Lightning Link (DNA- und Proteinmarkierung) sowie Captsure™ (Erfassung von Proteinen), 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 zudem den Eintritt in die volumenstarken Bereiche Labordiagnostik (Point of Care) und klinischen Diagnostik (z.B. Krankenhaus) ermöglichen. Die SYGNIS AG hat im Rahmen der anorganischen Wachstumsstrategie in 2016 die Expedition Holdings Ltd. und die C.B.S. Scientific erworben. Damit wurde die Produktpalette um den Bereich Proteomik, dem zweiten wichtigen Segment der Molekularbiologie, erweitert. In 2017 wurde die Innova Bioscience Ltd sowie in 2018 die TGR Biosciences erworben und damit eine weitere vertikale Ausweitung der Produktpalette umgesetzt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	7,80	13,91	19,67	23,61
EBITDA	-2,46	0,95	3,61	4,72
EBIT	-4,06	-0,90	1,81	2,92
Jahresüberschuss	-3,26	-1,01	1,54	2,53

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,07	-0,02	0,03	0,05
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	9,71	5,45	3,85	3,21
EV/EBITDA	neg.	79,73	20,98	16,05
EV/EBIT	neg.	neg.	41,85	25,94
KGV	neg.	neg.	46,45	28,27
KBV	1,79			

Finanztermine

05.07.2018: Hauptversammlung
09.08.2018: Q2-Bericht
08.11.2018: Q3-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.11.2017: RS / 3,30 / KAUFEN
25.01.2017: RS / 3,70 / KAUFEN
16.06.2016: RS / 3,95 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

EXECUTIVE SUMMARY

- Die SYGNIS AG hat in den vergangenen Berichtsperioden erhebliche Fortschritte erzielt. Vor allen erwähnenswert ist die final erfolgte Integration der in 2016 und 2017 erworbenen Gesellschaften Expedeon Ltd., C.B.S. Scientific sowie Innova Biosciences, wodurch eine erhebliche Ausweitung der Produktpalette sowie ein dazugehöriger Ausbau der Vertriebskanäle erreicht wurde. Die ursprünglich auf die Bereiche DNA/RNA-Probenanreicherung und –analyse spezialisierte SYGNIS AG hat im Zuge der Produktausweitung eine Abdeckung der beiden wichtigen Teilbereiche der Life Science (Genomik und Proteomik) erreicht sowie die Produktpalette um den Bereich Proteinmarkierung ausgeweitet. Darüber hinaus deckt die Gesellschaft zudem den Bereich der Immundiagnostik ab und sollte insbesondere in der Lage sein, die volumenstarken Bereiche Labordiagnostik (Point of Care) und klinische Diagnostik (z.B. Krankenhaus) zu adressieren.
- Bedingt durch das anorganische und organische (Einführung neuer Produkte, neue OEM-Deals etc.) Wachstum kletterten die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2017 erheblich auf 7,80 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €) und damit hat die Gesellschaft die eigene Unternehmens-Guidance (7 - 8 Mio. €) erfüllt. Die hohe Umsatzdynamik hat sich mit einem Umsatzwachstum auf 2,31 Mio. € (Q1 2017: 1,37 Mio. €) auch im ersten Quartal 2018 fortgesetzt, so dass hieraus eine nachhaltige Anhebung des Umsatzniveaus ersichtlich wird.
- Besonders erwähnenswert ist dabei der Umstand, wonach die SYGNIS AG im vierten Quartal 2017 und im darauffolgenden ersten Quartal 2018 mit jeweils 0,05 Mio. € erstmalig eine positive EBITDA-Größenordnung erreicht hat. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes für das Geschäftsjahr 2016 hatte das SYGNIS-Management genau dieses Szenario eines erstmaligen Break-Even im vierten Quartal 2017 in Aussicht gestellt. Auf Gesamtjahresbasis 2017 lag das EBITDA mit -2,46 Mio. € (VJ: -3,21 Mio. €) jedoch weiterhin im negativen Bereich.
- Laut Unternehmensangaben soll, bei Umsatzerlösen in Höhe von 13 - 14 Mio. €, im laufenden Geschäftsjahr 2018 auch auf Gesamtjahresbasis der EBITDA-Break-Even erreicht werden. In der Unternehmens-Guidance ist auch die im zweiten Quartal 2018 erworbene TGR Biosciences erstmalig einbezogen. Auch die neu erworbene Gesellschaft stellt mit ihren Produkten zur Proteinerfassung eine hohe Überschneidung zur SYGNIS-Produktwelt dar und geht damit mit hohen Synergiepotenzialen einher. TGR Biosciences weist jährliche Umsatzerlöse in Höhe von 3,6 Mio. € auf und operiert mit einem EBITDA in Höhe von 1,4 Mio. € deutlich im Break-Even. Die TGR wird in 2018 für insgesamt acht Monate im SYGNIS-Konzern enthalten sein.
- Analog zur Unternehmens-Prognose rechnen wir mit einer dynamischen Umsatzentwicklung sowie, ab dem laufenden Geschäftsjahr 2018, mit einem nachhaltigen Erreichen des Break-Even auf EBITDA-Basis. Neben der ausgeweiteten Umsatzbasis ist die Reduktion der operativen Kosten im Nachgang der erfolgten Integration der erworbenen neuen Gesellschaften zu erwähnen. Hiervon ausgehend sollte das von uns erwartete deutlich höhere Umsatzniveau zu einem ebenfalls steigenden Ergebnisseniveau führen.
- Im Rahmen unseres angepassten DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Unternehmenswert in Höhe von 171,30 Mio. € (bisher: 153,14 Mio. €) ermittelt. Aufgeteilt auf die nach der zum TGR-Erwerb durchgeführten Kapitalerhöhung höhere Aktienzahl ergibt ein unverändertes Kursziel in Höhe von 3,30 € (bisher: 3,30 €). Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 1,42 € vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

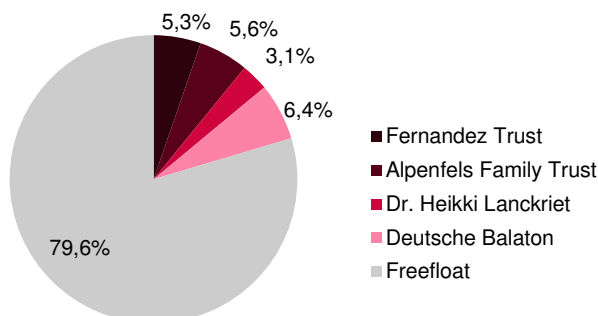
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Akquisitionsstrategie der SYGNIS AG	4
Konsolidierungskreis der SYGNIS AG	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2017/Q1 2018	8
Highlights 2017 / Q1/2018	8
Umsatz- und Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen 2018 - 2020	13
Ergebnisprognosen 2018 - 2020	14
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Fernandez Trust	5,3%
Dr. Heikki Lanckriet	3,1%
Deutsche Balaton	6,4%
Alpenfels Family Trust	5,6%
Freefloat	79,7%

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG



Akquisitionsstrategie der SYGNIS AG

Im Mai 2018 hat die SYGNIS AG den Abschluss der Akquisition der australischen **TGR Biosciences** bekannt gegeben. Der Kaufpreis in Höhe von insgesamt 10,4 Mio. € enthält einen beim Erwerb fälligen Baranteil von 6,5 Mio. € sowie eine nach einem Jahr fällige Zahlung von 1,3 Mio. €. Eine Earn-Out-Vereinbarung in Höhe von bis zu 3,0 Mio. Australische Dollar (entspricht ca. 2,0 Mio. €) ist zudem nach dem ersten und zweiten Jahr nach der TGR-Transaktion fällig. Statt eines Earn-Outs in bar kann eine Wandschuldverschreibung mit einem Nominalwert in Höhe von bis zu 5,0 Mio. Australische Dollar (3,25 Mio. €), wandelbar in Aktien zu einem Preis von 1,50 € je Aktie ausgegeben werden.

Die Finanzierung des beim Erwerb fälligen Baranteils in Höhe von 6,5 Mio. € erfolgte im Rahmen einer im März 2018 durchgeführten Kapitalerhöhung (Bruttoemissionserlös: 4,2 Mio. €) sowie durch die Aufnahme von Fremdkapital (rund 2,0 Mio. €).

Mit dem Erwerb der TGR Biosciences hat die SYGNIS AG die in den vergangenen Geschäftsjahren umgesetzte anorganische Wachstumsstrategie fortgesetzt. Im Rahmen der erfolgten Akquisitionen (Expedeon, C.B.S. und Innova) stand dabei jeweils eine synergetische Ausweitung der Produktpalette, verbunden mit einem Ausbau der Vertriebsstrukturen im Vordergrund. Der TGR-Erwerb ist dabei als eine konsequente Fortsetzung dieser Strategie zu betrachten.

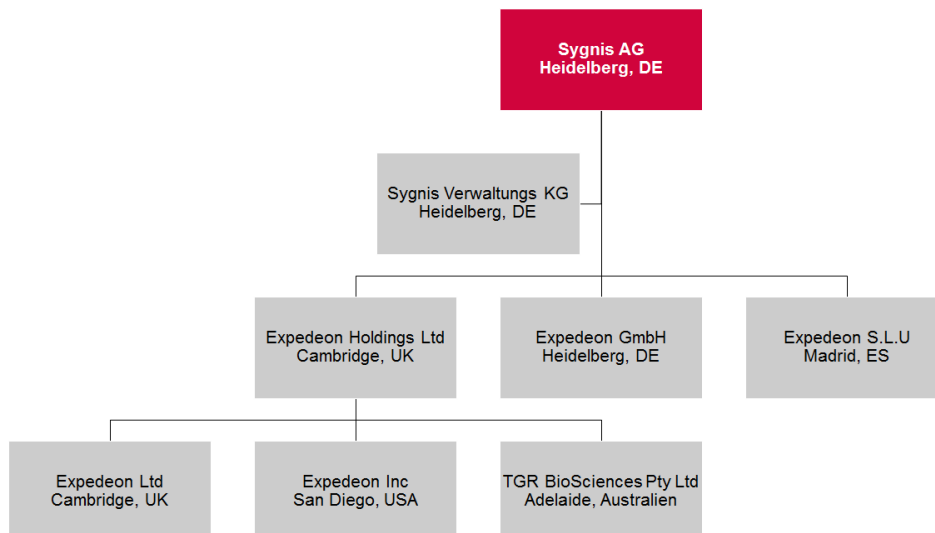
Die ursprünglich auf die Bereiche DNA/RNA-Probenanreicherung und -analyse spezialisierte SYGNIS AG hatte mit dem im Juli 2016 erfolgten Erwerb der **Expedeon Ltd.** den Proteomik-Markt erschlossen und damit eine Abdeckung beider wichtiger Teilbereiche der Life Science (Genomik und Proteomik) erreicht. Es handelte sich dabei um eine horizontale Erweiterung der Produktpalette mit einem dazugehörigen erheblichen Ausbau der Vertriebskanäle. Eine ebenfalls horizontale Produktausweitung wurde Ende 2016 durch den Erwerb der deutlich kleineren **C.B.S. Scientific** erreicht, die als Systemanbieter im Bereich der Elektrophorese fungiert. Schließlich wurde im vergangenen Geschäftsjahr 2017 die in Cambridge (UK) ansässige **Innova Biosciences** erworben und damit die Produktpalette um den Bereich Proteinmarkierung, einem wichtigen Verfahren für die Proteinmessung, ausgebaut.

Die **TGR**-Produktpalette weist insbesondere gegenüber den Innova-Produkten sehr hohe Synergiepotenziale auf. Im Mittelpunkt steht dabei die selbst entwickelte Technologie zur Proteinerfassung, die in verschiedenen Analysemethoden (ELISA, Mikroleiterplatten etc.) zum Einsatz kommt. Es handelt sich dabei um ein Werkzeug für die Arzneimittelforschung und für den Diagnostikbereich und adressiert dementsprechend potenziell volumenstarke Märkte.

Die hohe technologische Überschneidung der beiden Produktwelten (SYGNIS und TGR) ermöglicht insbesondere im F&E-Bereich hohe und vor allen Dingen schnell zu realisierende Synergiepotenziale. Da die TGR den Produktvertrieb bislang vornehmlich durch Vertriebsvereinbarungen und -Partnerschaften abgedeckt hatte, sollten sich durch die Nutzung der deutlich weitreichenderen direkten Vertriebskanäle der SYGNIS AG Absatzsteigerungen erzielen lassen. Flankierend hierzu sind die sich aus der Zusammenlegung von Produkten ergebenden Cross-Selling-Potenziale als hoch einzustufen.

Die TGR Biosciences weist zum Erwerbszeitpunkt jährliche Umsatzerlöse in Höhe von 3,6 Mio. € auf und operiert mit einem jährlichen EBITDA in Höhe von 1,4 Mio. € deutlich im Break-Even. Flankierend zur schnellen Produktintegration sollten sich die operativen Kennzahlen der SYGNIS-Gruppe damit schnell verbessern. Im laufenden Geschäftsjahr wird die TGR Biosciences für rund acht Monate zum Umsatz und Ergebnis der SYGNIS AG beitragen.

Konsolidierungskreis der SYGNIS AG



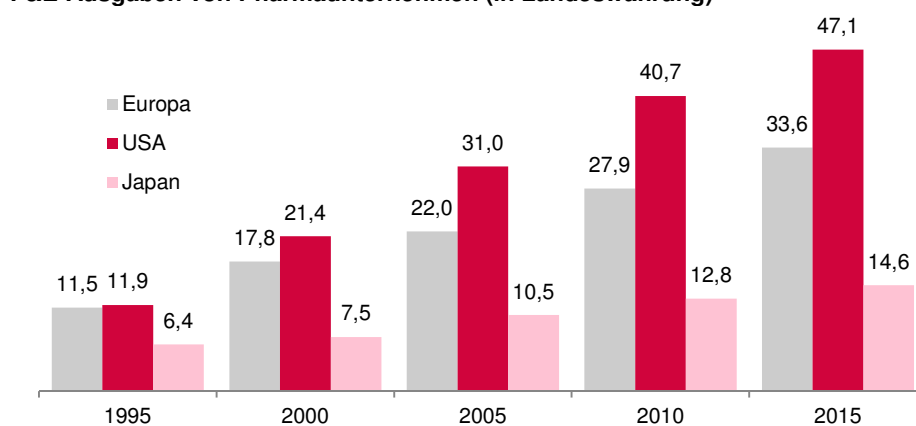
MARKT UND MARKTUMFELD

Sowohl die Produkte des originären SYGNIS-Geschäftes als auch die der neu hinzugekommenen Gesellschaften (Expedeon, Innova, C.B.S., TGR) werden in den wachstumsstarken Bereichen medizinische Forschung und Diagnostik angewendet. Die zueinander komplementären Produkte werden dabei für die DNA- und RNA-Vervielfältigung und Analyse, im Bereich der Proteomik-Anwendungen, bei der Markierung von Proteinen und Antikörper sowie im Bereich der Bioanalytik (Immunassay) verwendet.

Zwar werden die Produkte der Gesellschaft vornehmlich noch zu Forschungszwecken an akademische und industrielle Nutzer verkauft, grundsätzlich verfolgt die Gesellschaft das Ziel, den deutlich größeren Diagnostikmarkt zu adressieren. Der Diagnostikbereich, hier speziell der Bereich der In Vitro Diagnostik (IVD), ist ein wichtiger Bestandteil des Gesundheitssystems in den Industrieländern. IVD werden für die Diagnose, Kontrolle sowie für die Ermittlung von Krankheitsprädispositionen verwendet. Speziell der aus der technologischen Weiterentwicklung resultierende, zunehmende Einsatz der personalisierten Therapien sollte einen wichtigen Treiber für die künftige IVD-Entwicklung darstellen. Ein Kernstück der personalisierten Medizin ist die gezielte und auf den Menschen zugeschnittene Diagnostik, welche gemäß dem Verband der Diagnostica-Industrie ein besseres Verständnis von physiologischen und pathologischen Zuständen ermöglicht. Gemäß MarketsandMarkets belief sich das Volumen des globalen IVD-Marktes in 2017 auf rund 64 Mrd. US-Dollar und soll bis zum Jahr 2023 mit einem CAGR von 5,2 % auf 87,9 Mrd. US-Dollar anwachsen.

Neben dem volumenstarken Diagnostikmarkt sollte die SYGNIS AG aus dem weitestgehend unregulierten Forschungs- und Entwicklungsbereich eine hohe Nachfrage und damit einen deutlichen Anstieg des Umsatzvolumens verzeichnen. Bezeichnend dafür stehen die deutlichen Steigerungen bei den F&E-Aufwendungen von Pharmaunternehmen in Europa, USA und in Japan. Gemäß europäischem Branchenverband EFPIA verdreifachten sich die Ausgaben (jeweils in Landeswährung) im Zeitraum zwischen 1995 und 2015, was für ein hohes Wachstum in diesem Bereich steht.

F&E-Ausgaben von Pharmaunternehmen (in Landeswährung)



Quelle: efpia; GBC AG; USA (in US-Dollar), Europa (in €), Japan (in ¥)

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	1,79	7,80	13,91	19,67	23,61
Herstellkosten vom Umsatz	-1,03	-2,88	-4,17	-5,71	-6,85
Vertriebsaufwendungen	-0,90	-1,87	-2,75	-3,74	-4,49
Verwaltungsaufwendungen	-2,77	-6,32	-6,50	-6,60	-7,00
F+E	-1,22	-0,79	-1,39	-1,97	-2,36
sonstiges betriebliches Ergebnis	0,10	0,00	0,00	0,15	0,00
EBIT	-4,02	-4,06	-0,90	1,81	2,92
Zinsaufwand	-0,13	-0,17	-0,11	-0,10	-0,10
Ergebnis vor Steuern	-4,15	-4,22	-1,01	1,71	2,82
Ertragssteuern	-0,24	0,96	0,00	-0,17	-0,28
JÜ	-4,39	-3,26	-1,01	1,54	2,53
EBITDA	-3,21	-2,46	0,95	3,61	4,72
in % der Umsatzerlöse	-179,3%	-31,6%	6,8%	18,4%	20,0%
EBIT	-4,02	-4,06	-0,90	1,81	2,92
in % der Umsatzerlöse	-224,7%	-52,1%	-6,5%	9,2%	12,4%
Ergebnis je Aktie in €	-0,12	-0,07	-0,02	0,03	0,05
Aktienzahl in Mio. Stück	37,34	44,93	51,12	53,27	53,27

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2017/Q1 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	Q1/2016	Q1/2017	Q1/2018
Umsatzerlöse	0,56	1,79	7,80	0,09	1,37	2,31
EBITDA	-3,48	-3,21	-2,46	-0,60	-1,03	0,05
EBIT	-3,86	-4,02	-4,06	-0,67	-1,32	-0,38
Nachsteuerergebnis	-4,01	-4,39	-3,26	-0,68	-1,20	-0,32

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die SYGNIS AG hat in den vergangenen Quartalen eine konsequente Fortsetzung der eigenen Unternehmensstrategie verfolgt. Hierzu gehören sowohl der organische als auch der anorganische Ausbau der Produktpalette sowie der Kundenbasis. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 sowie in den ersten Monaten 2018 ist dies der Gesellschaft eindrucksvoll gelungen, was sich nicht zuletzt in einer deutlichen Verbesserung der operativen Kennzahlen wiederfindet. Folgende Highlights haben hierzu beigetragen:

Highlights 2017 / Q1/2018

Einführung von TrueHelix

Mit der neuen Bioinformatik-Serviceplattform TrueHelix können die Kunden über ein eigenes Webportal die Sequenzierungsdaten analysieren. Der erste angebotene Dienst ist TruePure, ein Bioinformatik-Werkzeug, welches die Proben auf Reinheit und mögliche Kontaminationen hin überprüft. Unreinheiten führen dabei oft zu schlechten oder fehlerhaften Ergebnissen.

Einführung von True Advance

Mit der Markteinführung des DNA-Amplifikations- und Validierungsservices erhalten die NGS-Nutzer die Möglichkeit festzustellen, ob die amplifizierte DNA von guter Qualität und für NGS-Anwendungen geeignet ist. TrueAdvance soll zudem die SYGNIS-Kunden auch bei Einzelzell-Anwendungen sowie im Bereich Flüssigbiopsien unterstützen.

Integration der Ende 2016 erworbenen C.B.S. Scientific erfolgt

Die Integration des im Dezember 2016 erworbenen Life-Science-Geräte-Unternehmens C.B.S. Scientific Company Inc. wurde im April 2017 abgeschlossen. Im Rahmen der Integration werden dabei die C.B.S.-Räumlichkeiten in San Diego von der in 2016 erworbenen Expedeon mitgenutzt. Darüber hinaus wurde die Zusammenführung der SYGNIS AG und der C.B.S. sowohl organisatorisch als auch auf Vertriebssebene final umgesetzt.

Weitere OEM-Vereinbarung mit TANON

Die bereits bestehende Vereinbarung mit dem führenden chinesischen Unternehmen im Bereich Proteomik wurde erweitert. Mit der erweiterten Vereinbarung erhält TANON das Vertriebsrecht, drei SYGNIS-Produktlinien unter eigenem Markennamen auf den chinesischen Markt zu vertreiben. Die jährlichen Umsatzerlöse sollen durch die neue Vereinbarung 1,0 Mio. € übersteigen.

Erwerb Innova Biosciences

Der im Rahmen von zwei Kapitalerhöhungen eingeworbene Bruttoemissionserlös in Höhe von rund 10,0 Mio. € wurde im Juli 2017, wie angekündigt, für den Erwerb der Innova Biosciences Ltd. verwendet. Mit dem Erwerb der in Cambridge (UK) ansässigen Innova soll eine Ausweitung der Produktpalette um den Bereich Proteinmarkierung, einem Verfahren, welches für die Proteinmessung von hoher Bedeutung ist, erfolgen. Es geht bei den Innova-Produkten grundlegend darum Proteine zu markieren, um diese in den nachfolgenden Analyseschritten detektieren, messen und analysieren zu können. Labelling-Technologien, wie sie von der Innova angeboten werden und welche die Er-

kennung und Quantifizierung von Biomolekülen ermöglichen, stellen einen wichtigen Prozessschritt sowohl im F&E-Bereich als auch in der klinischen Diagnostik dar. Die Umsätze der Innova beliefen sich zum Erwerbszeitpunkt auf rund 3,0 Mio. € p.a. Der Standortwechsel und damit die vollständige Umsiedlung der Bereiche F&E, Produktion und Logistik der Innova erfolgte bereits im Oktober 2017.

Markteinführung des Universal Lateral Flow Assay-Kits

Mit der Einführung des Universal Lateral Flow Assay Kits, welches unter der Marke Innova vertrieben wird, sollen Forscher den Ärzten einen schnelleren Zugang zu POC-Tests gewähren und damit einen früheren Nachweis von Krankheiten ermöglichen. Die Einführung des Kits stellt dabei eine weitere Ergänzung zur schnell wachsenden Produkt- und Servicepalette im Bereich Lateral Flow Assay dar.

Markteinführung des TruePrime™ apoptotic cell free DNA amplifications-Kits

Beim Einsatz dieses aus der TruePrime™-Familie stammenden Kits wird eine exakte DNS-Amplifikation zellfreier DNS, die aus Plasma, Serum, Urin, Cerebrospinalflüssigkeit oder anderen Körperflüssigkeiten stammt, ermöglicht. Damit wird das eigene Produktangebot im stark wachsenden Markt für Flüssigbiopsien, welches eines der wichtigsten Faktoren für die Krebsfrüherkennung und -überwachung darstellt, erweitert.

Integration der Produkte und Dienstleistungen erworbener Unternehmen

Mit Wirkung 01.03.2018 wurden die in den vergangenen Geschäftsjahren erworbenen Tochtergesellschaften Innova, Expedeon und C.B.S. zur Expedeon zusammengeschlossen. Durch die Unternehmensintegration unter einem Markennamen ist somit die Nutzung umfassender internationaler Verkaufs- und Vertriebsnetze sowie der Know-How-Transfer deutlich einfacher umzusetzen. Kunden profitieren von einer größeren Präsenz im Vertrieb, im Service und beim Support-Personal in Nordamerika, Europa und Asien.

Erfolgreiche Kapitalerhöhung für den TGR-Erwerb

Mit dem Abschluss einer weiteren Kapitalerhöhung mit einem Bruttoemissionserlös in Höhe von rund 4,2 Mio. € ist ein Teil der Finanzierung des Erwerbs der TGR Biosciences PTY LTD gesichert worden. Nach dem Stichtag 31.03.2018 wurde das auf den Bereich der Forschungsreagenzien spezialisierte australische Unternehmen erworben (Eckdaten der Transaktion siehe Seite 4).

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

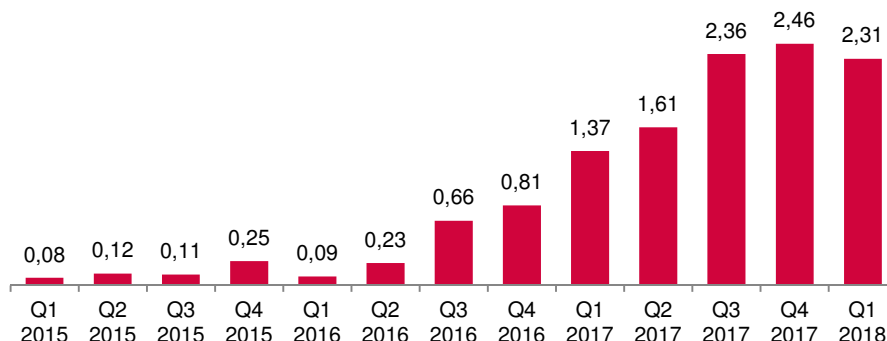
Mit Umsatzerlösen in Höhe von 7,80 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €) hat die SYGNIS AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 ein deutliches Umsatzwachstum erzielt und verzeichnete damit, nach mehreren Geschäftsjahren mit einem niedrigen Umsatzvolumen, einen starken Sprung nach oben. Sowohl die nach der Innova-Akquisition angepasste Unternehmens-Guidance (Umsatzerlöse: 7 - 8 Mio. €) als auch unsere im Rahmen der Anno-Studie aus November 2017 publizierten Umsatzprognosen (7,65 Mio. €) wurden jeweils vollumfänglich erfüllt.

Neben dem erfolgten organischen Wachstum zeichnet für diesen Umsatzanstieg insbesondere der erstmalige ganzjährige Einbezug der Umsätze der in 2016 erworbenen Expedeon verantwortlich sowie in signifikanter Weise die anorganischen Umsatzeffekte aus der Innova-Akquisition. Die zum 16.06.2017 erworbene Innova trug seit dem Erwerbszeitpunkt rund 2,30 Mio. € zum Gesamtumsatz der SYGNIS AG bei. Auch ohne diese Transaktion hätte die SYGNIS demnach ein deutliches Umsatzwachstum auf 5,50 Mio. € (VJ: 1,79 Mio. €) erreicht.

Die hohe Umsatzdynamik hat sich mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 2,31 Mio. € (Q1/17: 1,37 Mio. €) auch im ersten Quartal 2018 fortgesetzt. Die Anhebung des nach-

haltigen Umsatzniveaus wird dabei insbesondere in der Quartalsbetrachtung ersichtlich:

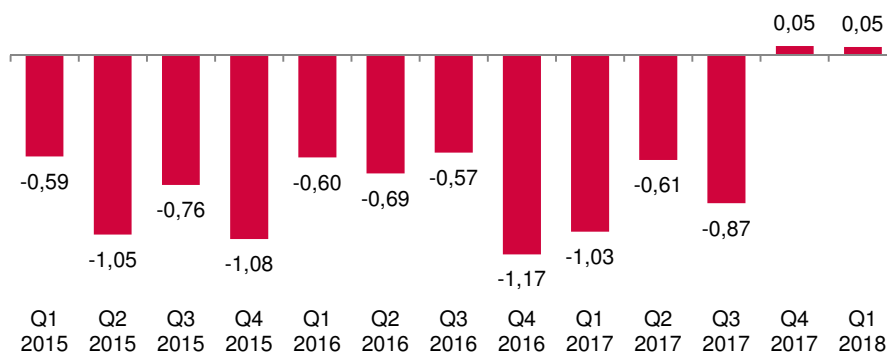
Quartalsbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Das noch niedrige Umsatzniveau der vergangenen Geschäftsjahre war naturgemäß jeweils von einem negativen Ergebnisniveau begleitet. Zwar weist die SYGNIS AG auch im Geschäftsjahr 2017 mit einem EBITDA in Höhe von -2,46 Mio. € (VJ: -3,21 Mio. €) ein nach wie vor negatives Ergebnisniveau auf, gegenüber dem Vorjahr wird eine klare positive Tendenz ersichtlich. Besonders hervorzuheben ist dabei der Umstand, wonach die SYGNIS AG im vierten Quartal 2017 erstmalig den EBITDA-Break-Even erreicht hatte. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes für das Geschäftsjahr 2016 hatte das SYGNIS-Management genau dieses Szenario eines erstmaligen Break-Even im vierten Quartal 2017 in Aussicht gestellt. Dass die operative Gewinnschwelle nachhaltiger Natur ist, wird durch das abermalig positive EBITDA im ersten Quartal 2018 unter Beweis gestellt:

Quartalsbezogene EBITDA-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Der Grund für diese Entwicklung ist die vergleichsweise stabile Entwicklung der operativen Kosten, weswegen das höhere Umsatzniveau zeitnah mit Skaleneffekten einhergegangen war. Zu berücksichtigen sind zudem nicht liquiditätswirksame Sondereffekte im Zusammenhang mit der Kaufpreisallokation der Vermögenswerte der erworbenen Gesellschaften in Höhe von 1,61 Mio. € (VJ: 0,76 Mio. €). Das bereinigte EBITDA hätte demnach im Geschäftsjahr 2017 bei -0,85 Mio. € (VJ: -2,45 Mio. €) und folglich bereits auf Gesamtjahresbasis nah am Break-Even gelegen.

Abzüglich den akquisitionsbedingt höheren Abschreibungen in Höhe von 1,60 Mio. € (VJ: 0,81 Mio. €) sowie unter Berücksichtigung eines nicht nennenswerten Finanzaufwandes weist die SYGNIS AG ein Nachsteuerergebnis in Höhe von -3,26 Mio. € (VJ: -4,39 Mio. €) aus.

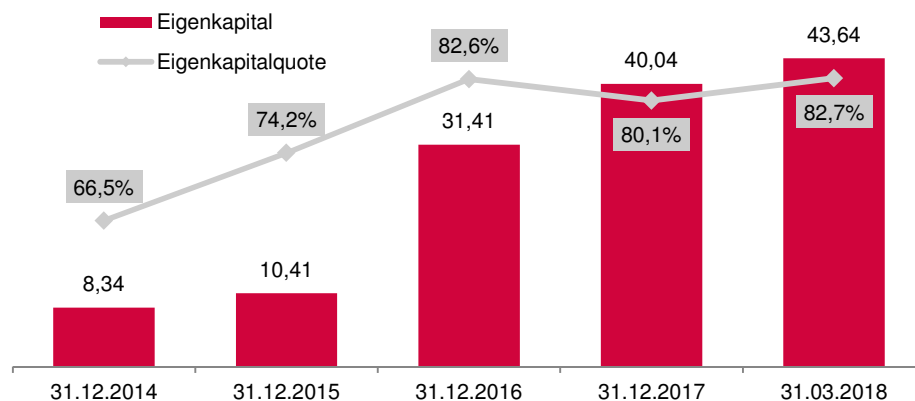
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.03.2018
Eigenkapital	10,41	31,41	40,04	43,64
EK-Quote (in %)	74,2%	82,6%	80,1%	82,7%
Liquide Mittel	4,56	3,80	1,95	5,05
Cashflow (operativ)	-3,82	-3,22	-2,89	-0,38
Cashflow (Investitionen)	-0,53	-1,80	-9,32	-0,32
Cashflow (Finanzierung)	4,74	4,24	10,43	3,80

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Das bilanzielle Bild der SYGNIS AG hat sich in den vergangenen Geschäftsjahren erheblich verändert. Auffällig ist dabei der deutliche Anstieg des Eigenkapitals von 10,41 Mio. € (Geschäftsjahresende 2015) auf mittlerweile 43,64 Mio. € (31.03.2018). Für die Umsetzung der anorganischen Wachstumsstrategie hatte die Gesellschaft in den vergangenen Berichtsperioden eine Reihe von Kapitalmaßnahmen durchgeführt. In 2017 wurden der Innova-Erwerb und der Erwerb von C.B.S. durch Sachkapital- und Barkapitalerhöhungen finanziert, welche das Eigenkapital um netto 13,37 Mio. € erhöht hatten. Als Vorbereitung für den mittlerweile bereits erfolgten Erwerb der TGR Biosciences wurde in 2018 eine weitere Kapitalerhöhung (netto: 3,90 Mio. €) erfolgreich durchgeführt:

Eigenkapital (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)

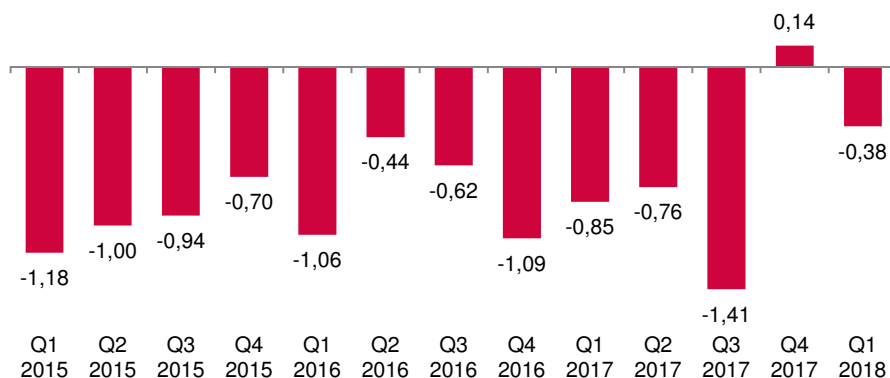


Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die Akquisitionen hatten einen signifikanten Anstieg des Goodwills auf 30,68 Mio. € zur Folge. Hier entfallen 17,55 Mio. € auf die in 2016 erworbene Expedeon sowie 8,07 Mio. € auf die Innova. Zusammen mit dem Zugang der identifizierten Vermögenswerte verzeichnete die Gesellschaft eine erhebliche Bilanzverlängerung. Die EK-Quote hat sich als Resultat der durchgeführten Kapitalerhöhungen dennoch auf einem hohen Wert oberhalb von 80 % eingependelt.

Besonders interessant ist bei der SYGNIS AG die Analyse der Liquiditätsausstattung, da die Gesellschaft aus dem operativen Geschäft bislang noch keinen operativen Liquiditätszufluss aufweist. Jedoch hat die Gesellschaft beim operativen Cashflow, im Umfeld der deutlichen Umsatz- und Ergebnisverbesserung, bereits Fortschritte erzielt. Im vierten Quartal 2017 hat die SYGNIS AG mit 0,14 Mio. € erstmals einen positiven Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft erzielt. Dass im ersten Quartal 2018 nicht erneut ein positiver Wert erreicht wurde, liegt am erfolgten leichten Anstieg des Working Capitals. Auf Gesamtjahresbasis 2018 soll sich der operative Cashflow, gemäß Unternehmenserwartungen, in einem positiven Bereich etablieren.

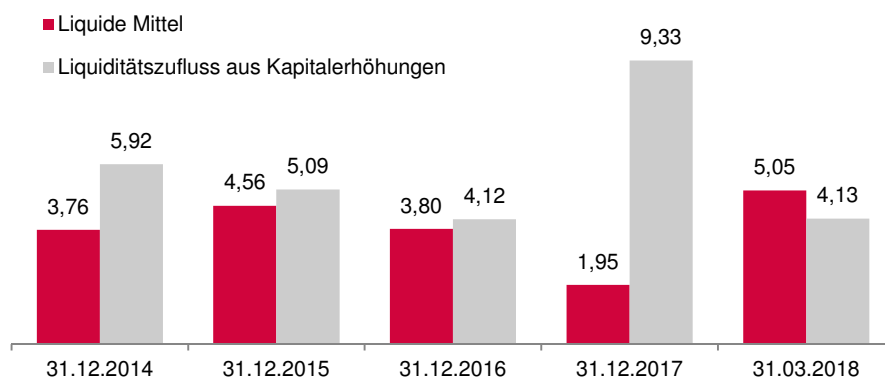
Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgten Kapitalerhöhungen haben zum Ausgleich des operativen Liquiditätsabflusses sowie der Unternehmenserwerbe ausgereicht, so dass die SYGNIS AG eine solide Entwicklung bei den liquiden Mitteln vorweisen kann. Zuletzt stiegen die liquiden Mittel zum 31.03.2018 deutlich auf 5,05 Mio. €, wobei dies nur als Stichtagseffekt zu betrachten ist. Die vor dem Bilanzstichtag durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von netto 4,13 Mio. € wurde im Mai für die Finanzierung der TGR-Übernahme verwendet.

Kapitalerhöhungen und Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	7,80	13,91	19,67	23,61
EBITDA				
EBIT	-4,06	-0,90	1,81	2,92
Nachsteuerergebnis	-3,26	-1,01	1,54	2,53

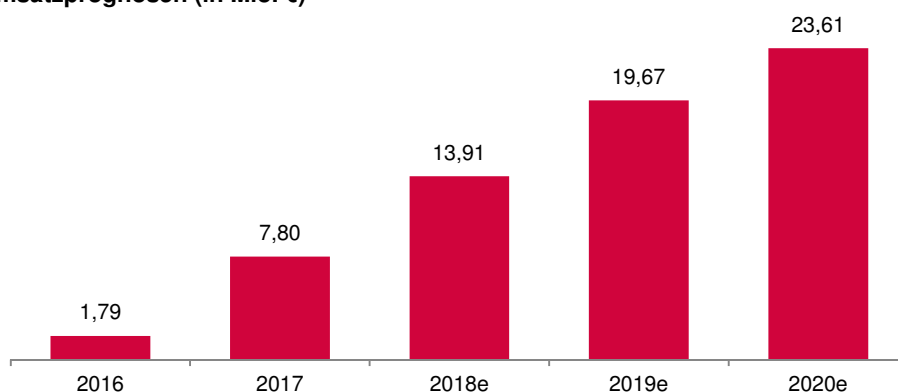
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2018 - 2020

Insbesondere die deutlich verbesserten operativen Kennzahlen der SYGNIS AG zum Geschäftsjahresende 2017 sowie zum Beginn des laufenden Geschäftsjahres 2018 verdeutlichen den eingeschlagenen Wachstumskurs der Gesellschaft sowie den nun erfolgten operativen Turn-Around auf EBITDA-Basis. Gemäß der im Rahmen der Geschäftsberichterstattung publizierten Unternehmens-Guidance sollen in 2018, im Zuge einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik, Umsatzerlöse in einer Bandbreite zwischen 11 - 12 Mio. € erwirtschaftet werden. Die letzten beiden Quartale (Q4 2017 und Q1 2018) weisen eine jährliche Run-Rate von ca. 10,0 Mio. € auf, was bedeutet, dass die SYGNIS AG organisch nur noch ein leichtes Umsatzwachstum in Höhe von 1 - 2 Mio. € erreichen müsste.

Unseres Erachtens ist dies ein realistisches Szenario, da die Gesellschaft beispielsweise weiterhin fortlaufend neue Produkte in den Markt einführt. So wurde Ende 2017 mit dem TruePrime™ apoptotic cell free DNA amplification Kit ein neuer Kit für die Amplifikation zellfreier DNS eingeführt. Mit dem Flüssigbiopsie-Kit ist es möglich, in Flüssigkeiten frei zirkulierende Tumor-DNA zu amplifizieren (vervielfältigen) und könnte damit ein wichtiges Instrument im wachstumsstarken Bereich der onkologischen Forschung und Diagnostik werden. Weitere zusätzliche Produkteinführungen aus den erworbenen Gesellschaften sollten das organische Wachstum weiter vorantreiben. Zusätzlich dazu sollten die anorganischen Effekte aus den in den vergangenen Jahren erfolgten Unternehmensakquisitionen verstärkt positive Effekte beisteuern. Insbesondere die zu erwartenden Synergieeffekte auf Vertriebssebene durch die gemeinsame Nutzung der Vertriebskanäle für die gesamte Produktwelt der SYGNIS AG sind hier zu erwähnen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aus dem im laufenden Geschäftsjahr 2018 erfolgten Erwerb der TGR Biosciences erwartet die SYGNIS AG zusätzliche Umsatzpotenziale in Höhe von rund 2,0 Mio. €, was zu einer entsprechenden Anpassung der Guidance (Umsatzprognose: 13-14 Mio. €) geführt hat. Da die TGR-Umsätze erst für einen Zeitraum von acht Monaten im SYGNIS-

Konzern enthalten sein werden, wird im kommenden Geschäftsjahr noch ein entsprechender Basiseffekt enthalten sein. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer anhaltenden Dynamik bei den Umsatzerlösen. Die nun erweiterte Produktpalette der SYGNIS AG bietet, da es sich um ein komplementäres Produktspektrum handelt, sehr hohe Cross-Selling-Potenziale. Darüber hinaus erfolgten Investitionen in den Ausbau der direkten Vertriebs- und Marketingaktivitäten, mit dem Ziel einer verstärkten Neukundenakquise.

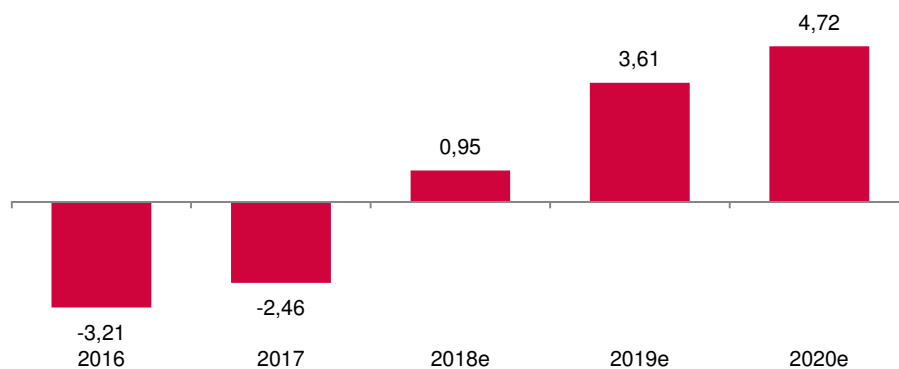
Grundsätzlich hat sich die SYGNIS AG in der Vergangenheit eine gute Positionierung erarbeitet, um die aktuelle Nachfrage aus dem weitestgehend unregulierten Forschungs- und Entwicklungsbereich bedienen zu können. Alleine aus diesem existierenden Bereich rechnen wir mit einer hohen Nachfrage, welche sich schnell in hohen Umsatzerlösen manifestieren sollte. Darüber hinaus ist die SYGNIS AG gut positioniert, um von der erwarteten Nachfrage aus den volumenstarken Diagnostikmärkten zu profitieren. Hier sehen wir (siehe Markt und Marktumfeld) den größten Wachstumstreiber der mittel- bis langfristigen Unternehmensentwicklung.

Ergebnisprognosen 2018 - 2020

Sowohl auf Basis der angepassten Prognose als auch der bisherigen Prognose soll auf Gesamtjahresebene 2018 ein positives EBITDA erwirtschaftet werden. Dass das Ziel eines erstmaligen EBITDA-Break-Even auf Jahresbasis realistisch ist, lässt sich anhand der EBITDA-Entwicklung der vergangenen beiden Quartale ersehen, in denen erstmals die Gewinnzone erreicht wurde. Neben der ausgeweiteten Umsatzbasis ist die Reduktion der operativen Kosten im Nachgang der erfolgten Integration der erworbenen neuen Gesellschaften zu erwähnen. Hiervon ausgehend sollte das von uns erwartete deutlich höhere Umsatzniveau zu einem ebenfalls steigenden Ergebnisniveau führen. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigten dabei die von der Gesellschaft kommunizierte erwartete Rohertragsmarge in Höhe von 70-75 % sowie die aus dem Ausbau der Vertriebsmannschaft resultierende Ausweitung der Kostenquote bei den Vertriebsaufwendungen auf 20 % vom Umsatz.

Erwartete F&E-Aufwendungen in Höhe von 10 % vom Umsatz sollten vor dem Hintergrund steigender Umsatzniveaus absolut ebenfalls ansteigen und damit die Einführung neuer Produkte unterstützen.

EBITDA-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir eine langfristige EBITDA-Marge in Höhe von 45,0 % berücksichtigt.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SYGNIS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten konsolidierten Schätzungen für die Jahre 2018 - 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 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 45,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge 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 1,25 %.**

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: 1,41). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,03 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,65 %.

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als Kursziel 3,30 € (bisher: 3,30 €). Dabei haben wir die im Zuge der TGR-Akquisition durchgeführte Kapitalerhöhung zu einem Preis in Höhe von 1,40 € und der dazugehörige Verwässerungseffekt berücksichtigt. Insgesamt kletterte der von uns ermittelte faire Gesamtunternehmenswert auf 171,30 Mio. € (bisher: 153,14 Mio. €).

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	45,0%	ewige EBITA - Marge	41,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,7%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	1,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	13,91	19,67	23,61	27,15	31,22	35,91	41,29	47,49	
<i>US Veränderung</i>	78,4%	41,4%	20,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,16	1,46	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	
EBITDA	0,95	3,61	4,72	12,22	14,05	16,16	18,58	21,37	
<i>EBITDA-Marge</i>	6,8%	18,4%	20,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
EBITA	-0,90	1,81	2,92	10,96	12,61	14,50	16,67	19,18	
<i>EBITA-Marge</i>	-6,5%	9,2%	12,4%	40,4%	40,4%	40,4%	40,4%	40,4%	41,5%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,18	-0,29	-1,10	-1,26	-2,17	-2,50	-2,88	
<i>zu EBITA</i>	0,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	-0,90	1,63	2,62	9,87	11,35	12,32	14,17	16,30	
Kapitalrendite	-6,6%	14,8%	20,2%	52,5%	51,7%	48,8%	48,8%	48,8%	39,6%
Working Capital (WC)	-1,00	-0,50	0,00	0,34	0,39	0,45	0,52	0,59	
<i>WC zu Umsatz</i>	-7,2%	-2,5%	0,0%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
<i>Investitionen in WC</i>	1,28	-0,50	-0,50	-0,34	-0,05	-0,06	-0,07	-0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	12,00	13,50	18,80	21,62	24,86	28,59	32,88	37,81	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,85	-1,80	-1,80	-1,25	-1,44	-1,66	-1,91	-2,19	
<i>AFA zu OAV</i>	15,4%	13,3%	9,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,53	-3,30	-7,10	-4,07	-4,69	-5,39	-6,20	-7,13	
Investiertes Kapital	11,00	13,00	18,80	21,96	25,25	29,04	33,40	38,41	
EBITDA	0,95	3,61	4,72	12,22	14,05	16,16	18,58	21,37	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,18	-0,29	-1,10	-1,26	-2,17	-2,50	-2,88	
Investitionen gesamt	-5,75	-6,07	-8,57	-4,41	-4,74	-5,45	-6,26	-7,20	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,53	-3,30	-7,10	-4,07	-4,69	-5,39	-6,20	-7,13	
<i>Investitionen in WC</i>	1,28	-0,50	-0,50	-0,34	-0,05	-0,06	-0,07	-0,08	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-6,50	-2,27	-0,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,81	-2,64	-4,15	6,71	8,05	8,54	9,82	11,29	249,01

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	162,30	178,98
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	22,98	27,61
<i>Barwert des Continuing Value</i>	139,31	151,36
Nettoschulden (Net debt)	4,94	7,68
Wert des Eigenkapitals	157,36	171,30
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	157,36	171,30
Ausstehende Aktien in Mio.	51,12	51,87
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,08	3,30

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,41
Eigenkapitalkosten	9,0%
<i>Zielgewichtung</i>	90,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,7%

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
37,6%	3,93	3,50	3,14	2,85	2,60
38,6%	4,03	3,59	3,22	2,92	2,67
39,6%	4,13	3,68	3,30	2,99	2,73
40,6%	4,23	3,77	3,38	3,06	2,80
41,6%	4,34	3,86	3,46	3,13	2,86

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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,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 Studienstellung 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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), Stellv. Chefanalyst
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

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



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