



Researchstudie (Anno)

SYZYGY AG

S / Z / G /

Viele namhafte Neukunden liefern Grundlage für Unternehmenswachstum, Rentabilitätsverbesserung bereits umgesetzt und weiter im Fokus

Kursziel: 12,15 €

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 10.04.2019 (09:55 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 10.04.2019 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

KAUFEN

Kursziel: 12,15 €
(bisher: 11,70 €)

aktueller Kurs: 9,30
10.04.19 / XETRA / 9:04 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 125,55
EnterpriseValue³: 119,90
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

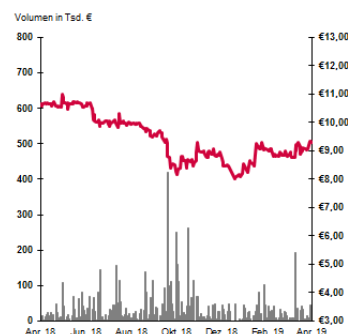
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 562 (31.12.2018)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Erwin Greiner, Frank Ladner



Die SYZYG Gruppe ist ein international tätiger Kreativ-, Technologie- und Mediadienstleister rund um digitales Marketing. Insgesamt beschäftigt der Konzern inklusive der freien Mitarbeiter rund 600 Personen an Standorten in Deutschland, Großbritannien, Polen und den USA. Zum Konzern gehören neben der SYZYG AG als Holding elf Tochtergesellschaften. Die operativen Einheiten der SYZYG Gruppe decken die komplette Wertschöpfungskette im digitalen Marketing ab: von der strategischen Beratung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung von Markenplattformen, Business Applikationen, Websites, Hosting, digitalen Kampagnen und Mobile Apps. Einen bedeutenden Geschäftsbereich stellen darüber hinaus Performance-Marketing und Media-Services wie Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Affiliate Programme dar. Überdies unterstützt SYZYG Kunden im Bereich Customer Experience und Usability und begleitet sie durch alle Phasen des User Centered Design Prozesses. Digitale Illustrationen und Animationen komplettieren das Serviceangebot. Zu den Kunden gehören renommierte Marken wie American Express, AutoScout24, AVIS, Barclaycard, BMW, comdirekt bank, Commerzbank, Consorsbank; Daimler, Deutsche Telekom, KfW, Lufthansa, Mazda, o2, Samsung, Techniker Krankenkasse und die VW-Gruppe.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	60,67	65,82	73,41	80,75
EBITDA	6,18	8,18	12,34	13,16
EBIT	4,10	6,07	7,19	8,08
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	4,99	4,72	5,26	5,95

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,39	0,35	0,39	0,44
Dividende je Aktie	0,39	0,40	0,41	0,42

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,98	1,82	1,63	1,48
EV/EBITDA	19,40	14,67	9,71	9,11
EV/EBIT	29,27	19,76	16,67	14,84
KGV	25,17	26,61	23,86	21,09
KBV	2,52	2,32		

Finanztermine

03.05.2019: Zwischenbericht 31.03.19
07.06.2019: Hauptversammlung
02.08.19: Zwischenbericht 30.06.19
01.11.19: Zwischenbericht 30.09.19
25.-27.11.19: EKF
10.-11.12.19: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
25.02.2019: RS / 11,70 / KAUFEN
07.11.2018: RS / 11,70 / KAUFEN
09.08.2018: RS / 11,70 / KAUFEN
15.05.2018: RS / 11,70 / KAUFEN
16.04.2018: RS / 11,70 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einer erneut außerordentlich guten Umsatzentwicklung der in Deutschland ansässigen Tochtergesellschaften, war der SYZYGY-Konzern in der Lage, die Umsatzbasis um 8,5 % auf 65,82 Mio. € (VJ: 60,67 Mio. €) auszubauen. Dabei legten die Umsätze in Deutschland um 6,27 Mio. € zu, insbesondere als Folge der Ausweitung des Bestandskundengeschäftes sowie des erstmals ganzjährigen Einbezugs der in 2017 erworbenen Gesellschaften SYZYGY Performance GmbH und different GmbH. Aufgrund des weiterhin schleppenden Neukundengeschäfts sowie unverändert niedriger Budgetabrufe von bestehenden Kunden, lagen die im Ausland erzielten Umsätze auf niedriger Basis um 0,77 Mio. € unter dem Vorjahreswert.
- Das Umsatzwachstum in Höhe von 8,5 % liegt leicht unter der ursprünglichen Unternehmens-Guidance eines zweistelligen Umsatzwachstums. Die EBIT-Prognose einer EBIT-Marge im oberen einstelligen Bereich wurde aber voll erfüllt. Das EBIT legte dabei überproportional um 48,1 % auf 6,07 Mio. € (VJ: 4,10 Mio. €) deutlich zu, was einem Anstieg der EBIT-Marge auf 9,2 % (VJ: 6,8 %) gleichkommt. Die mittelfristige Zielmarge liegt bei mindestens 10 %, was damit nahezu erreicht wurde. Effizienzverbesserungen sowie der Wegfall außerordentlicher Aufwendungen im Zusammenhang mit der Restrukturierung bei der Berliner Tochtergesellschaft SYZYGY Berlin GmbH waren wichtige Impulsgeber für die Rentabilitätssteigerung.
- In den vergangenen Monaten hat die SYZYGY AG einige Neukundengewinne melden können. Darunter wurden neue Projekte mit Daimler Financial Services, Deutsche Bahn, Huawei, PayPal, Porsche sowie mit der Deutsche Lufthansa Group gesichert. Besonders die Deutsche Lufthansa Group, für die SYZYGY zur digitalen Leadagentur ausgewählt wurde, ist hier erwähnenswert. Während bislang die Online-Auftritte der einzelnen Marken wie Austrian Airlines, Lufthansa und SWISS jeweils von einzelnen Agenturen betreut wurden, wird künftig die SYZYGY eine umfassende Betreuung aller Marken vornehmen.
- Auf Basis der erreichten Neukundengewinne prognostiziert das Unternehmensmanagement für 2019 ein Umsatzwachstum in einem hohen einstelligen Prozentbereich. Das EBIT sollte um rund 10 % und damit überproportional ansteigen. Wir rechnen für 2019 unverändert mit Umsatzerlösen in Höhe von 73,41 Mio. € (Umsatzwachstum: 11,5 %) sowie mit einem EBIT in Höhe von 7,19 Mio. € (EBIT-Marge: 9,8 %) und sind damit etwas optimistischer als der SYZYGY-Vorstand. Für 2019 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % auf 80,75 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 8,08 Mio. € (EBIT-Marge: 10,0 %). Hier haben wir auch die Auswirkungen der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 berücksichtigt, die beim EBIT insgesamt 0,3 Mio. € ausmachen wird. Im DCF-Bewertungsmodell haben wir jedoch die damit in Verbindung stehenden nicht liquiditätswirksamen Effekte eliminiert.
- Gemäß DCF-Bewertungsmodell liegt das Kursziel bei 12,15 € je Aktie. Der leichte Kurszielanstieg basiert dabei ausschließlich auf dem erstmaligen Einbezug der 2020er Prognosen in die konkrete Schätzperiode, die die Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase darstellt. Die 2020er Prognosen liegen dabei höher als die 2019er Schätzungen, der bisher letzten Schätzperiode. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau vergeben wir das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

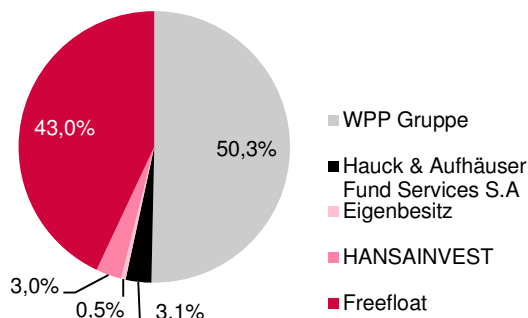
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
Referenzkunden (Auswahl).....	5
Markt und Marktumfeld	6
Digitale Werbung in Deutschland.....	6
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2018	8
Umsatzentwicklung 2018	8
Ergebnisentwicklung GJ 2018	9
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018	11
Prognose und Bewertung	13
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

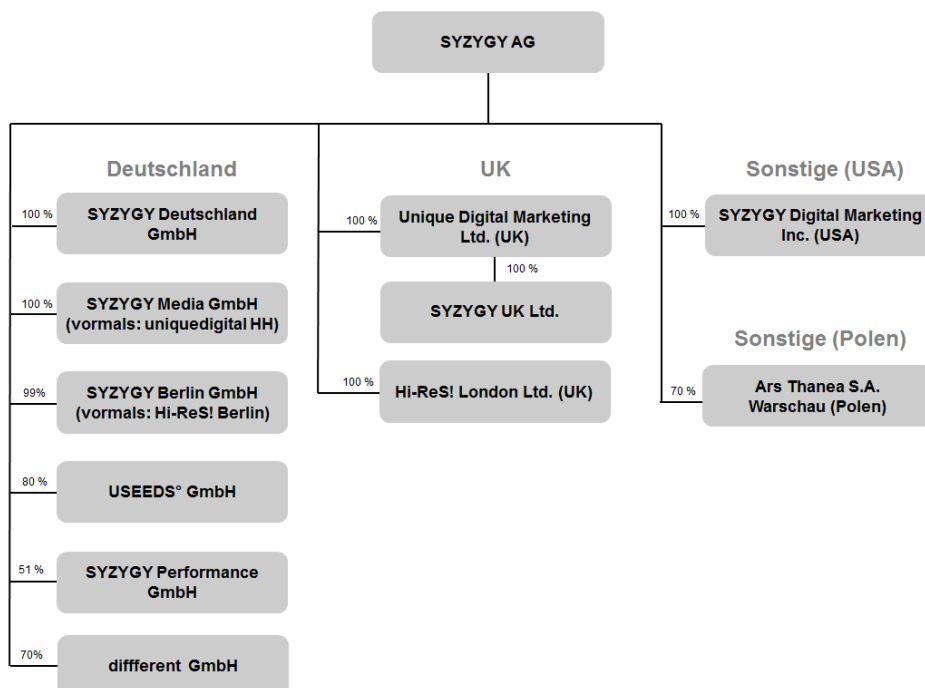
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	
WPP Gruppe	50,3%
Hauck & Aufhäuser	3,1%
Eigenbesitz	0,5%
HANSAINVEST	3,0%
Freefloat	43,0%

Quelle: SYZYG AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYG AG; GBC AG

Produkte

Als internationale Agenturgruppe für digitales Marketing vereint die Konzernobergesellschaft **SYZYG AG** insgesamt elf operativ tätige Tochtergesellschaften womit eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet ist. Entsprechend der Segmentaufteilung der SYZYG-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „Großbritannien“ sowie „sonstige Segmente“ unterteilt.

Zuletzt hat die SYZYG AG (jeweils in 2017) mit dem Erwerb des Performance Marketing Dienstleisters Catbird Seat GmbH (in 2018 in SYZYG Performance GmbH umbenannt) sowie des Strategie- und Beratungsdienstleisters different GmbH die Konzentration auf den deutschen Kernmarkt forciert. Im Vordergrund steht hierbei insbesondere eine Ausweitung der digitalen Wertschöpfungskette, welche in unseren Augen besonders gut durch den different-Erwerb umgesetzt wurde. Mit der nun möglichen Abdeckung der Strategieberatung können Kundenprojekte bereits zu einem früheren Projektzeitpunkt und damit deutlich umfassender betreut werden. Darauf aufbauend hat die

SYZYGY eine Dreiteilung des Geschäftsmodells vorgenommen: **Strategie** (Business Innovation, Brand & Communication, Content & Media, Technology & Data, Team Enablement), **Produkt** (Product & Service Design, Experience Design & Creative Technology, Software Engineering & Technical Implementation, Maintenance & Operations) sowie **Aktivierung** (Campaigns & Storytelling, Creative Production & Editorial Planning, Performance Marketing & Media).

Referenzkunden (Auswahl)

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



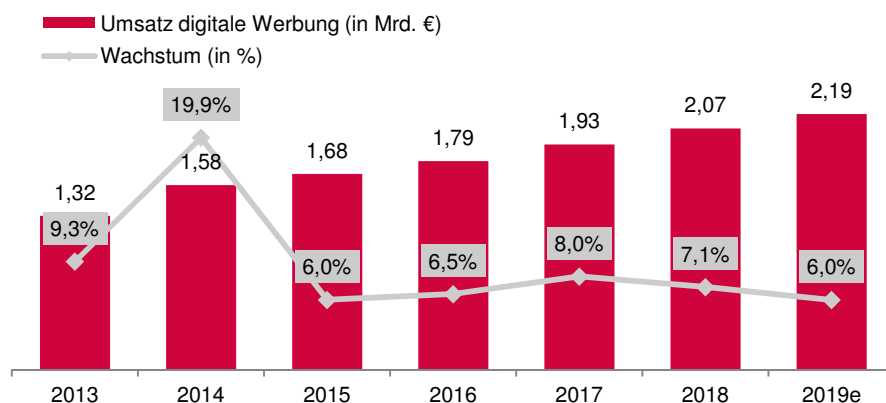
MARKT UND MARKTUMFELD

Die Produktpalette der SYZYGY AG, als international tätiger Kreativ-, Technologie- und Medienanbieter, umfasst alle relevanten Bereiche des digitalen Marketings und ist damit in einem Marktumfeld tätig, welches grundsätzlich von hohen Wachstumsraten geprägt ist. Auch wenn die Gesellschaft neben Deutschland in UK, in den USA und in Polen tätig ist, erkennen wir eine starke Fokussierung auf den deutschen Markt. Damit weist unserer Ansicht nach die Entwicklung des deutschen Marktes eine hohe Relevanz auf.

Digitale Werbung in Deutschland

Wie erwartet, hat sich das „Internet“, als digitales Werbemedium, weiter als wichtigster Kanal innerhalb des Mediamix etabliert und konnte im vergangenen Kalenderjahr bei den Werbeumsätzen erstmals die Marke von 2,0 Mrd. übertreffen. Der Umsatz in Höhe von 2,07 Mrd. € lag dabei um 7,1 % über dem Vorjahreswert. Das Wachstum hätte dabei sogar noch stärker ausfallen können, dem standen jedoch belastende Effekte aus der im Vorjahr neu eingeführten EU-Datenschutzgrundverordnung (DSGVO) entgegen. Gemäß Beobachtungen des OVK (Online-Vermarkterkreis im Bundesverband Digitale Wirtschaft) hatte die Umsetzung der neuen Verordnung über mehrere Monate hinweg viele Ressourcen gebunden und für Verunsicherung gesorgt. Nichtsdestotrotz präsentiert sich der Onlinebereich im Kontext der Gesamtwerbemaschine weiterhin als besonders wachstumsstark. Gemäß Analysehaus Nielsen haben sich die Gesamtwerbeausgaben in Deutschland in 2018 mit einer nur noch geringen Wachstumsrate von 0,03 % konstant entwickelt.

Umsatz und Wachstum digitale Werbung



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

Für das laufende Jahr wird mit einer weiteren marginalen Verlangsamung des Wachstumstempos auf 6,0 % gerechnet. Wir schätzen damit die Markt- und Ausgangslage für die SYZYGY jedoch weiterhin als attraktiv ein.

Auch wenn derzeit eine starke Fokussierung auf den deutschen Markt vorliegt, so ist die Gesellschaft auch weiterhin in UK und in den USA tätig. Dabei handelt es sich um sehr dynamische Märkte. In UK legten beispielsweise im ersten Halbjahr 2018 die Ausgaben in digitale Werbung um rund 15 % stark zu. Auch in den USA legte die Onlinewerbung zulasten der klassischen Werbung in 2018 um rund 13 % stark zu. Es wird mit einer Fortsetzung dieser dynamischen Entwicklung gerechnet und bis zum Jahr 2021 sollte in den USA mehr als jeder zweite Dollar in Onlinewerbung fließen (Quelle: eMarketer).

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	64,27	60,67	65,82	73,41	80,75
Einstandskosten	-47,43	-46,15	-47,93	-53,82	-58,95
Nettoergebnis	16,84	14,52	17,89	19,59	21,80
Vertriebs- und Marketingkosten	-6,34	-6,27	-5,40	-7,01	-7,67
Allgemeine Verwaltungskosten	-6,79	-7,39	-8,64	-9,82	-10,45
sonstige betriebliche Erträge	1,89	3,24	2,21	4,43	4,40
EBIT	5,60	4,10	6,07	7,19	8,08
Finanzergebnis	1,34	1,44	0,47	0,05	0,10
<i>Finanzergebnis (ohne IFRS 16)</i>	<i>1,34</i>	<i>1,44</i>	<i>0,47</i>	<i>0,60</i>	<i>0,60</i>
<i>IFRS 16 - Effekt</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>-0,55</i>	<i>-0,50</i>
EBT	6,93	5,54	6,54	7,24	8,18
Steuern	-1,84	-1,30	-1,65	-1,81	-2,04
Nachsteuerergebnis	5,10	4,24	4,89	5,43	6,13
Minderheitenanteile	-0,12	0,75	-0,17	-0,17	-0,18
Jahresüberschuss	4,98	4,99	4,72	5,26	5,95
EBITDA	7,37	6,18	8,18	12,34	13,16
in % der Umsatzerlöse	11,5%	10,2%	12,4%	16,8%	16,3%
EBIT	5,60	4,10	6,07	7,19	8,08
in % der Umsatzerlöse	8,7%	6,8%	9,2%	9,8%	10,0%
Ergebnis je Aktie in €	0,39	0,39	0,35	0,39	0,44
Dividende je Aktie in €	0,38	0,39	0,40	0,41	0,42
Aktienzahl in Mio. Stück	12,83	12,83	13,50	13,50	13,50

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Hinweis: Mit der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 ab dem laufenden Geschäftsjahr 2019 wird eine erstmalige Bilanzierung von Leasingverbindlichkeiten (bei der SYZYGY AG sind es vornehmlich Mieten) mit einer entsprechenden Bilanzverlängerung in Höhe von ca. 22 Mio. € erfolgen. Analog dazu werden die Mietkosten, die bisher im sonstigen betrieblichen Ergebnis enthalten waren, abgeschrieben. Dies wird ab 2019 daher zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge sowie zu einem Anstieg der Abschreibungen, die im Gesamtkostenverfahren über alle Kosten verteilt sind, führen. Gleichzeitig erhöhen sich, als Folge des gestiegenen Fremdkapitals (Mieten werden als Barwert passiviert), die Finanzaufwendungen.

Die Auswirkungen werden für 2019 wie folgt sein: sonstige betriebliche Erträge: +3,20 Mio. €; Abschreibungen: -2,90 Mio. €; EBIT: +0,30 Mio. €; Finanzergebnis: -0,55 Mio. €; Nachsteuerergebnis: -0,25 Mio. €.

Geschäftsentwicklung 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	64,27	60,67	65,82
davon Segment Deutschland	41,22	40,30	46,57
davon Segment International	25,59	22,43	21,66
EBIT	5,60	4,10	6,07
EBIT-Marge	8,7%	6,8%	9,2%
Finanzergebnis	1,34	1,44	0,47
Jahresüberschuss (vor Minderheiten)	5,08	4,24	4,89

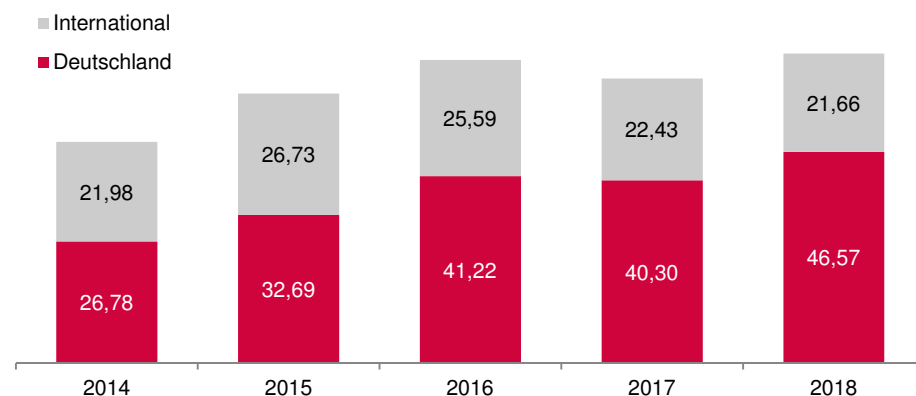
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2018

Bereits Mitte Januar 2019 hatte die SYZYGY AG mit den vorläufigen Zahlen über die erfolgreiche Entwicklung in 2018 berichtet. Insofern hält der nun veröffentlichte Geschäftsbericht keine nennenswerten Überraschungen parat. Was jedoch deutlich wird, ist die Fortsetzung der guten Performance der im Inland operierenden Gesellschaften, wohingegen die ausländischen Gesellschaften nicht an die Entwicklung der Vorjahre anknüpfen konnten. Insgesamt kletterten dabei die Umsatzerlöse um 8,5 % auf 65,82 Mio. € (VJ: 60,67 Mio. €).

Dabei ist diese Entwicklung ausschließlich auf das Wachstum der in Deutschland fakturierten Umsätze um 15,6 % auf 46,57 Mio. € (VJ: 40,30 Mio. €) zurückzuführen. Gemäß Unternehmensangaben wurde hier in erster Linie eine Ausweitung der Umsätze mit den Bestandskunden realisiert. Zudem ist hier auch erwähnenswert, dass der Wegfall des BMW-Plattformetats, der noch zu Beginn des Vorjahres Umsatzerlöse beigesteuert hatte, gut aufgefangen wurde. Neben der Ausweitung der Bestandskundenumsätze sind hier auch anorganische Effekte aus dem erstmaligen ganzjährigen Einbezug der in 2017 erworbenen beiden Gesellschaften Catbird Seat GmbH (jetzt: SYZYGY Performance GmbH) sowie different GmbH enthalten. Gemäß eigenen Berechnungen dürfte der anorganische Effekt aus dem ganzjährigen Einbezug bei ca. 8,0 Mio. € gelegen haben.

Regionale Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die internationalen Umsätze sind weiterhin von einer nur schleppenden Entwicklung beim Neukundengeschäft geprägt. Darüber hinaus dürften beispielsweise in UK die Budgetabrufe durch den dort wichtigsten Kunden „mazda“ unverändert unter den Erwartungen liegen. Auch die von der in den USA agierenden SYZYGY Digital Marketing Inc. erzielten Umsätze dürften unter dem Niveau des Vorjahres gelegen haben. Die Umstellung der Abrechnung auf Retainer-Basis mit dem größten Kunden in den USA „AVIS“

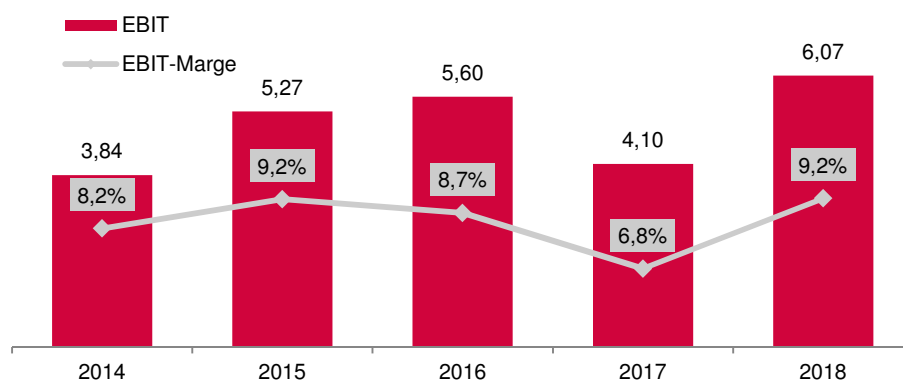
hatte zudem einen umsatzmindernden Effekt, dies dürfte jedoch künftig mit einer Verstärkung der Umsätze einhergehen.

In Summe hatte insbesondere die unter den Erwartungen gebliebene Umsatzentwicklung der ausländischen Gesellschaften dazu geführt, dass die ursprüngliche Prognose eines zweistelligen Umsatzwachstums nicht erreicht wurde.

Ergebnisentwicklung GJ 2018

Die EBIT-Prognose einer EBIT-Marge im oberen einstelligen Bereich wurde hingegen vollumfänglich erreicht. Das EBIT in Höhe von 6,07 Mio. € (VJ: 4,10 Mio. €) bedeutet nicht nur eine Verbesserung des Vorjahreswertes um 48,1 % sondern auch einen deutlichen Anstieg der EBIT-Marge auf 9,2 % (VJ: 6,8 %). Damit ist das von der Gesellschaft anvisierte Rentabilitätsniveau einer EBIT-Marge im zweistelligen Bereich in Sichtweite.

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



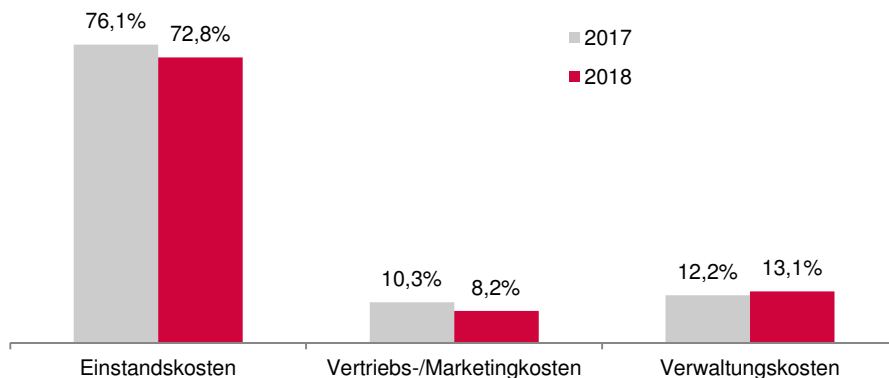
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die starke EBIT-Steigerung ist dabei als eine Fortsetzung der positiven Ergebnisentwicklung, vor dem Hintergrund der gestiegenen Umsatzerlöse, zu sehen. Unterbrochen wurde diese Entwicklung im Geschäftsjahr 2017 von einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Abbau von Mitarbeitern bei der SYZYGY Berlin GmbH sowie von angefallenen Erwerbsnebenkosten der beiden akquirierten Gesellschaften. Mit dem Wegfall dieser Aufwendungen, die darüber hinaus von weiteren Effizienzverbesserungen begleitet wurden, war die SYZYGY AG in der Lage, an den bereits erreichten EBIT-Margenniveaus anzuknüpfen.

Auf die einzelnen Kostenpositionen heruntergebrochen wird insbesondere bei den Einstandskosten der erbrachten Leistungen, also bei den direkt mit den Umsätzen in Verbindung stehenden Kosten, eine deutliche Reduktion der Kostenquote auf 72,9 % (VJ: 76,1 %) ersichtlich.

Flankierend hierzu kam es im Marketing- und Vertriebsbereich insbesondere vor dem Hintergrund gesteigener Umsätze zu einem starken Kostenrückgang. Im Vorjahreswert waren hier hohe Vertriebskosten der Berliner Gesellschaft SYZYGY Berlin und der in New York ansässigen SYZYGY Digital Marketing enthalten. Selbst die durch die erstmalige Konsolidierung der Tochtergesellschaft different gestiegenen Verwaltungskosten wurden durch die dargestellten Kosteneinsparungen aufgefangen.

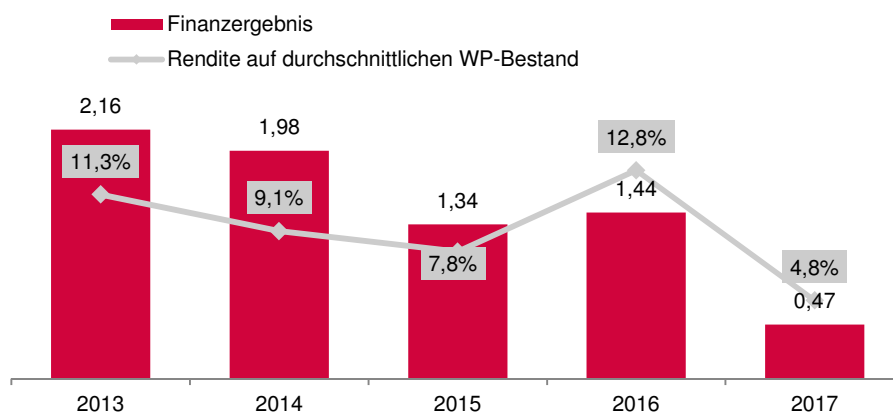
Vergleich Kostenquoten gegenüber VJ



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Typischerweise wird das operative Ergebnis der SYZGY AG von Finanzerträgen in nennenswerter Größenordnung begleitet. Die Basis dafür bildet der umfangreiche Bestand an Wertpapieren, welcher jedoch über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg, infolge der getätigten Akquisitionen, tendenziell rückläufig war. Ebenfalls rückläufig waren auch die auf den Wertpapierbestand erzielten Renditen, wobei hier eine „Normalisierung“ der Renditen eingesetzt hat. In 2018 lag die Rendite, bezogen auf den durchschnittlichen Marktwert des Wertpapierportfolios, bei 4,8 %. In den Vorjahren wurden jeweils sehr hohe Werte zwischen 7,8 % und 12,8 % erreicht. Im Zusammenspiel beider Faktoren reduzierte sich das Finanzergebnis auf 0,47 Mio. € (VJ: 1,44 Mio. €), was gleichzeitig den niedrigsten Wert der vergangenen Geschäftsjahre markiert:

Finanzergebnis (in Mio. €) und Rendite auf Ø Wertpapierbestand (in %)



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Folglich entwickelte sich das Nachsteuerergebnis (vor Minderheiten) im Vergleich zum EBIT nur unterproportional auf 4,89 Mio. € (VJ: 4,24 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018

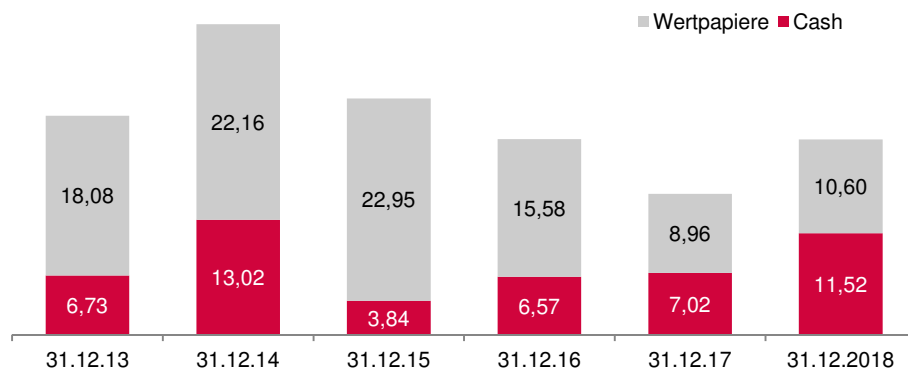
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	49,79	55,93	54,00
EK-Quote (in %)	61,6%	53,5%	49,3%
Goodwill	33,80	58,17	58,12
Operatives Anlagevermögen	3,23	7,83	6,93
Working Capital	-3,37	-4,22	-17,03
Liquide Mittel	22,15	15,98	22,12
Cashflow - operativ	5,93	4,78	16,36
Cashflow - Investition	2,12	-3,87	-4,95
Cashflow - Finanzierung	-4,86	-0,27	-6,96

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Nachdem die SYZYGY-Bilanz im Geschäftsjahr 2017 noch von der Konsolidierung der erworbenen beiden Gesellschaften geprägt war, blieben die Bilanzrelationen im abgelaufenen Geschäftsjahr weitestgehend konstant. Auffällig ist jedoch der deutliche Rückgang beim Nettoumlaufvermögen auf -17,03 Mio. € (31.12.17: -4,22 Mio. €), welcher primär aus einem jeweils stichtagsbedingten deutlichen Anstieg der erhaltenen Anzahlungen sowie der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen resultiert. Dies hatte einen erheblichen Zugang an liquiden Mitteln aus dem operativen Geschäft zur Folge und damit weist die SYZYGY AG einen außerordentlich hohen operativen Cashflow in Höhe von 16,36 Mio. € (VJ: 4,78 Mio. €) auf. Wir werten dies als einen rein stichtagsbezogenen Effekt, welcher sich in den kommenden Monaten, analog mit der Erbringung von Leistungen oder mit der Rückführung der Verbindlichkeiten, wieder relativieren sollte. Auch ohne Working Capital-Effekte hätte die SYZYGY AG aber einen operativen Cashflow in Höhe von rund 5,7 Mio. € und damit auf hohem Niveau erreicht.

Abzüglich Investitionen in das Anlagevermögen, für den Erwerb von Tochtergesellschaften (10 % von USEEDS sowie finaler Earn-Out für Ars Thanea) sowie für Dividendenausschüttungen und der teilweisen Kreditrückführung, beläuft sich der gesamte Cashflow (ohne Veränderungen bei den Wertpapieren) auf 6,91 Mio. €. Die Konzernliquidität (inkl. Wertpapiere) kletterte dementsprechend signifikant auf 22,12 Mio. € (31.12.17: 15,98 Mio. €).

Liquide Mittel (in Mio. €)

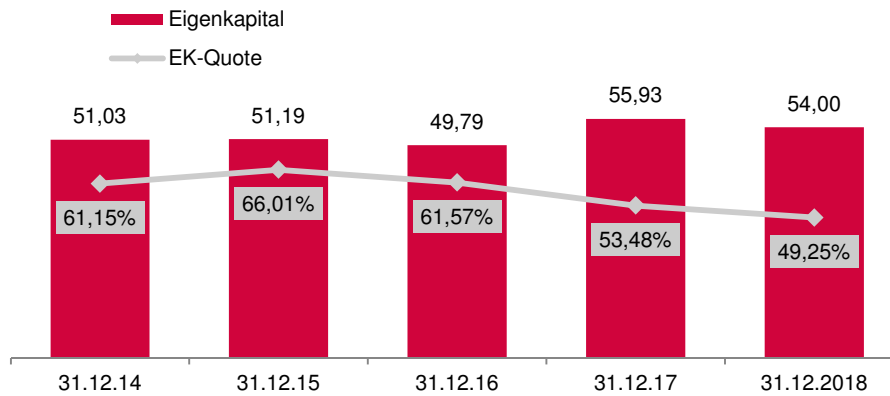


Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Beim Eigenkapital kam es zu einer Reduktion auf 54,00 Mio. € (31.12.17: 55,93 Mio. €) und damit einer erneut rückläufigen Entwicklung der EK-Quote auf 49,3 % (31.12.17: 53,5 %). Die für SYZYGY-Verhältnisse etwas niedrigere EK-Quote steht insbesondere mit den erfolgten Unternehmensakquisitionen in Verbindung, was zu einer spürbaren

Bilanzverlängerung geführt hatte. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hatte besonders die oberhalb des IFRS-Periodenergebnisses liegende Dividendenausschüttung für das Geschäftsjahr 2017 (0,40 € je Aktie und damit ein Ausschüttungsvolumen in Höhe von 5,91 Mio. €) eine EK-Minderung ausgelöst.

EK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Hinweis: Ab dem 01. Januar 2019 wird die SYZGY AG erstmalig die IFRS 16 Vorgaben umsetzen. Demnach werden künftig alle Leasing- und Mietverträge als Vermögenswert aktiviert und entsprechend über die Laufzeit hinweg abgeschrieben. Das SYZGY-Management hat diesbezüglich Verträge in einem Volumen von ca. 22 Mio. € identifiziert, was zu einer entsprechenden Bilanzverlängerung in dieser Höhe führen sollte. Rechnerisch wird dies zu einer deutlichen Reduktion der EK-Quote führen.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	IFRS16	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	65,82		73,41	80,75
EBITDA	8,18	+3,20	12,34	13,16
EBITDA-Marge	12,4%		16,8%	16,3%
EBIT	6,07	+0,30	7,19	8,08
EBIT-Marge	9,2%		9,8%	10,0%
Finanzergebnis	0,47	-0,55	0,05	0,10
davon IFRS16-Effekt	0,00		-0,55	-0,50
Jahresüberschuss (vor Minderheiten)	4,89	-0,25	5,43	6,13

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Hinweis: Mit der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 wird, neben der Bilanzverlängerung in Höhe von ca. 22 Mio. €, auch das GuV-Bild der SYZYGY AG von den Effekten beeinflusst sein. Gemäß Unternehmensangaben wird es das operative Ergebnis EBIT um ca. 0,30 Mio. € erhöhen, im Gegenzug jedoch das Finanzergebnis, aufgrund zusätzlicher Finanzaufwendungen, um ca. 0,55 Mio. € belasten. Der gesamte Effekt auf das Nachsteuerergebnis sollte folglich bei auf insgesamt -0,25 Mio. € liegen. Dies haben wir sowohl in unseren nachfolgend dargestellten Prognosen berücksichtigt sowie darüber hinaus lediglich die liquiditätswirksamen Effekte im DCF-Bewertungsmodell einbezogen.

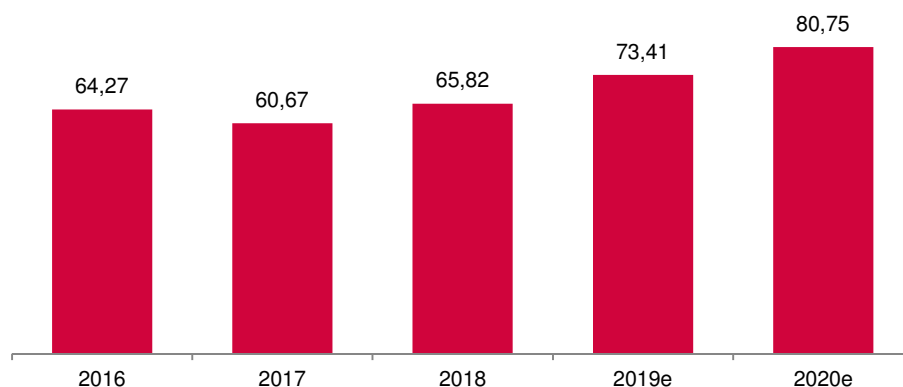
Mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hat das SYZYGY-Management die Prognose bestätigt, die bereits mit den vorläufigen Zahlen publiziert wurde. Es wird dabei ein Umsatzwachstum in einem hohen einstelligen Prozentbereich sowie eine leicht überproportionale Steigerung des EBIT um rund 10 % erwartet. Unseres Erachtens liegt derzeit eine umfangreiche Basis für das anvisierte Umsatzwachstum vor. Hier sind insbesondere die Neukundengewinne der vergangenen Monate hervorzuheben. Es handelt sich dabei um neue Projekte mit Daimler Financial Services, Deutsche Bahn, Huawei, PayPal, Porsche und Viega.

Zuletzt wurde die SYZYGY AG von der Lufthansa Group zur digitalen Leadagentur ernannt. Während bislang die Online-Auftritte der einzelnen Marken wie Austrian Airlines, Lufthansa und SWISS jeweils von einzelnen Agenturen betreut wurden, wird künftig die SYZYGY AG eine umfassende Betreuung aller Marken vornehmen. Zu den Aufgaben zählen die Strategie, Konzeption, Design und das Prototyping für die genannten Marken und die SYZYGY AG wird dabei für die Fachbereiche Brand, Sales und Product tätig sein. Eine konkrete Aussage zum Umfang und zur Dauer dieser Kooperation wurde nicht getroffen, wir gehen jedoch davon aus, dass es sich hier um ein relevantes Budget im einstelligen Millionenbereich handelt.

Gemäß Unternehmensangaben bieten die zuletzt gewonnenen Neukunden bereits frühzeitig eine ausreichende Basis für das Erreichen des für 2019 anvisierten Umsatzwachstums. Vor diesem Hintergrund muss festgehalten werden, dass die insbesondere mit den zuletzt getätigten Akquisitionen erweiterte Unternehmensstrategie Früchte trägt. So dürfte sich die Verbindung aus Strategieberatung mit der kreativen und technischen Umsetzung als eine sehr attraktive Kombination bei der Neukundengewinnung erwiesen haben.

Im Gegensatz zum erwarteten Umsatzwachstum der in Deutschland tätigen Gesellschaften sollten die ausländischen Tochtergesellschaften eine konstante Entwicklung auf dem aktuell niedrigen Niveau vorweisen. Wir erkennen derzeit keine nennenswerten Wachstumsimpulse aus der Gewinnung von Neukunden und erwarten zudem keine Budgetsteigerungen bei den von den internationalen SYZYGY-Gesellschaften betreuten bestehenden Kunden.

Umsatzerlöse (in Mio. €)

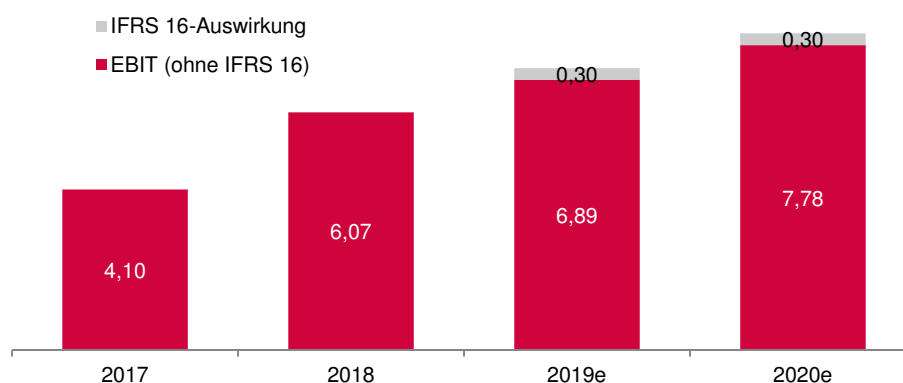


Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Auf Basis der bestätigten Unternehmens-Guidance, wonach für 2019 ein Umsatzwachstum in einem hohen einstelligen Bereich erwartet wird, lassen wir unsere bisherige Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr unverändert. Zwar liegt die von uns antizipierte Wachstumsdynamik mit 11,5 % leicht über den Managementenerwartungen, die gemeldeten Neukundengewinne stimmen uns jedoch optimistisch, die Umsatzprognosen zu übertreffen. Für 2020 rechnen wir mit einer gleichbleibenden Wachstumsdynamik.

Ergebnisseitig sollte die SYZYGY AG den antizipierten 10%igen und damit überproportionalen Anstieg problemlos erreichen können. Nachdem in den Vorjahren Effizienzverbesserungen umgesetzt wurden sowie Sonderkosten weggefallen sind, hat sich ein allgemein höheres Rentabilitätsniveau eingestellt. Dieses sollte sich vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzbasis sogar weiter verbessern und wir rechnen mit einer sukzessiven Annäherung an die EBIT-Zielmarge in Höhe von 10 %. Nicht zu vernachlässigen ist zudem der buchhalterische IFRS 16-Effekt, wonach das EBIT künftig rechnerisch um 0,30 Mio. € höher ausfällt als bisher. Diesen haben wir im DCF-Modell bereinigt:

EBIT-Prognose unter IFRS 16-Berücksichtigung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die von uns prognostizierten Nachsteuerergebnisse für 2019 (5,43 Mio. €) und 2020 (6,13 Mio. €) steigen im Vergleich zum EBIT nur unterproportional an. Auch hier spielt die Anpassung nach IFRS 16 eine wichtige Rolle. Dabei wird im Finanzergebnis eine Verzinsung des neu hinzugekommenen Fremdkapitals aus der erstmaligen Bilanzierung der Leasing- und Mietverträge abgebildet. Dieser nicht liquiditätswirksame Vorgang hat bei der SYZYGY AG eine Minderung des Finanzergebnisses und damit entsprechend des Nachsteuerergebnisses um 0,55 Mio. € zur Folge. Beide Effekte haben wir im DCF-Bewertungsmodell jedoch bereinigt.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,0 % (bisher: 12,1 %) angenommen. Die höhere Zielmarge ist dabei als eine Folge der erstmaligen IFRS 16-Anwendung zu sehen, welche wir jedoch in der Cashflow-Berechnung bereinigt haben. 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 2,0 %.

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 1,25 % (bisher: 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 1,07 (bisher: 1,07). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,62) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,12 % (bisher: 7,12 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,12 % (bisher: 7,12 %).

Bewertungsergebnis

Das Resultat des DCF-Bewertungsmodells liegt bei 12,15 € je Aktie (bisher: 11,70 €). Der leichte Kurszielanstieg basiert dabei ausschließlich auf dem erstmaligen Einbezug der 2020er Prognosen in die konkrete Schätzperiode, die die Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase darstellen. Die 2020er Prognosen liegen höher als die 2019er Schätzungen, der bisher letzten Schätzperiode.

DCF-Modell

SYZYGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	12,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,1%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	-2,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	73,41	80,75	86,40	92,45	98,92	105,85	113,26	121,18	
US Veränderung	11,5%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,87	3,67	4,57	5,59	6,72	7,95	9,25	10,62	
EBITDA	12,34	13,16	13,82	14,79	15,83	16,94	18,12	19,39	
EBITDA-Marge	16,8%	16,3%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	7,19	8,08	8,74	10,42	12,01	13,53	15,04	16,56	
EBITA-Marge	9,8%	10,0%	10,1%	11,3%	12,1%	12,8%	13,3%	13,7%	12,0%
Steuern auf EBITA	-1,80	-2,02	-2,45	-2,92	-3,36	-3,79	-4,21	-4,64	
zu EBITA	25,0%	25,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	5,39	6,06	6,30	7,50	8,64	9,74	10,83	11,92	
Kapitalrendite	-53,4%	32,6%	31,5%	44,7%	60,6%	79,4%	101,2%	126,3%	126,9%
Working Capital (WC)	-7,00	-2,00	-2,14	-2,29	-2,45	-2,62	-2,81	-3,00	
WC zu Umsatz	-9,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	
Investitionen in WC	-10,03	-5,00	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,20	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	25,58	22,00	18,91	16,54	14,72	13,32	12,24	11,42	
AFA auf OAV	-5,15	-5,08	-5,08	-4,37	-3,82	-3,40	-3,08	-2,83	
AFA zu OAV	20,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	
Investitionen in OAV	-23,80	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	18,58	20,00	16,77	14,26	12,27	10,70	9,44	8,41	
EBITDA	12,34	13,16	13,82	14,79	15,83	16,94	18,12	19,39	
Steuern auf EBITA	-1,80	-2,02	-2,45	-2,92	-3,36	-3,79	-4,21	-4,64	
Investitionen gesamt	-34,33	-12,89	-1,86	-4,74	-6,04	-1,83	-1,82	-1,80	
Investitionen in OAV	-23,80	-1,50	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	-10,03	-5,00	0,14	0,15	0,16	0,17	0,18	0,20	
Earm-Out-Zahlungen	-0,50	-6,39	0,00	-2,89	-4,20	0,00	0,00	0,00	
nicht liquiditätswirksame Effekte	18,80	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	-3,20	
Freie Cashflows	-4,99	-4,95	6,32	3,94	3,22	8,12	8,89	9,75	205,43

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	151,15	166,87
Barwert expliziter FCFs	24,20	30,88
Barwert des Continuing Value	126,96	135,99
Nettoschulden (Net debt)	-12,56	-2,72
Wert des Eigenkapitals	163,71	169,58
Fremde Gewinnanteile	0,29	0,30
Wert des Aktienkapitals	164,00	169,89
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,15	12,58

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,07
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
125,4%	15,08	13,38	12,04	10,94	10,03
126,2%	15,15	13,45	12,09	10,99	10,07
126,9%	15,23	13,51	12,15	11,04	10,12
127,7%	15,30	13,58	12,20	11,09	10,16
128,4%	15,38	13,64	12,26	11,14	10,20

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: (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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., 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