



Researchstudie (Initial Coverage)



Syzygy AG

KAUFEN

Stand 10.11.2008

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 30

10.11.2008

Syzygy AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel:
4,84 €

10. November 2008

Kurs zum 07.11.2008,
16:30 Uhr, XETRA:
2,90 €

**Letztes Rating
(Kursziel):**

Ersteinschätzung

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Syzygy AG
Investor Relations
Im Atzelnest 3
61352 Bad Homburg

Tel.: 06172 9488 251
Fax.: 06172 9488 272

E-Mail:
ir@syzygy.ag

Web: www.syzygy.de

* Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S.30

Unternehmensprofil:

Branche: Onlinemedien
Fokus: Web Design, Onlinemarketing

Mitarbeiter: 275 (Stand: 30.09.08)

Firmensitz: Bad Homburg, D

Vorstand: Marco Seiler (Vorsitz)
Frank Wolfram

WKN: 510480

ISIN: DE0005104806

Börsenkürzel: SYZ

Anzahl Aktien: 12,08 Mio.

Marktkap.: 35,99 Mio. €

Streubesitz: 70,12 %

52 W Hoch: 3,79 €

52 W Tief: 2,80 €

Durchs. Tagesvolumen : 30.307 €



In Mio. €	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	20,313	27,351	31,170	34,287
EBITDA	2,193	4,080	5,744	5,872
EBIT	1,404	3,372	5,144	5,172
Jahresüberschuss	2,267	2,574	3,404	3,979
In €				
Gewinn je Aktie	0,19	0,21	0,28	0,33
Dividende je Aktie	0,24	0,10	0,13	0,16
In %				
EBITDA-Marge	10,80	14,92	18,43	17,12
EBIT-Marge	6,91	12,33	16,50	15,08
Dividendenrendite	8,28	3,45	4,48	5,52
Kennzahlen				
EV/Sales	-0,44	0,47	0,41	0,37
EV/EBITDA	-4,04	3,12	2,22	2,17
KGV	15,35	13,61	10,29	8,80
KBV (EK-Basis zum 31.12.2007)		1,72		

Highlights:

- Bewährtes Geschäftsmodell im stark wachsendem Marktumfeld
- Internationale Positionierung ermöglicht weltweite Marketingkampagnen
- Starkes Wachstum in den vergangenen Jahren
- Wachstumstrend hält in den ersten neun Monaten 2008 an
- Gesunde Bilanzstruktur eröffnet die Möglichkeit für weiteres anorganisches Wachstum in den Bereichen Webdesign und Onlinemarketing
- Weiterhin aktionärsfreundliche Dividendenpolitik erwartet (50 % Ausschüttungsquote)
- Attraktives Kurspotenzial

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur.....	4
Unternehmenshistorie.....	5
Geschäftstätigkeit.....	6
Organe der Gesellschaft.....	10
Vorstand.....	10
Aufsichtsrat.....	11

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	12
SWOT-Analyse	15

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	16
Geschäftsentwicklung 2003 bis 2007.....	17
Umsatzentwicklung.....	17
Ergebnisentwicklung.....	18
Geschäftsentwicklung 2008.....	20
Umsatzentwicklung.....	20
Ergebnisentwicklung.....	21
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	23
Wachstumsaussichten und Strategie.....	24
Prognose und Modellannahmen.....	25

Bewertung/ Fazit

DCF Bewertung	27
Bestimmung der Kapitalkosten	27
Discounted Cashflow-Modell.....	28
Fazit	29

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	30
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	31

Unternehmen

Profil

Die Syzygy AG ist eine europäische Agenturgruppe für interaktives Marketing, die Aufgaben einer geschäftsführenden Holding wahrnimmt, während die Tochtergesellschaften als operative Einheiten das Beratungs- und Dienstleistungsgeschäft ausüben. Dabei besteht der Konzern aus der Syzygy Aktiengesellschaft sowie ihren sechs Tochtergesellschaften: der Syzygy Deutschland GmbH, der Syzygy UK Ltd., der unquedigital GmbH (ehemalig: Gesellschaft für elektronischen Handel mbH), der Unique Digital Marketing Ltd., der Mediopoly Ltd. sowie seit dem 15. Januar 2008 dem Design Studio Hi-ReS!

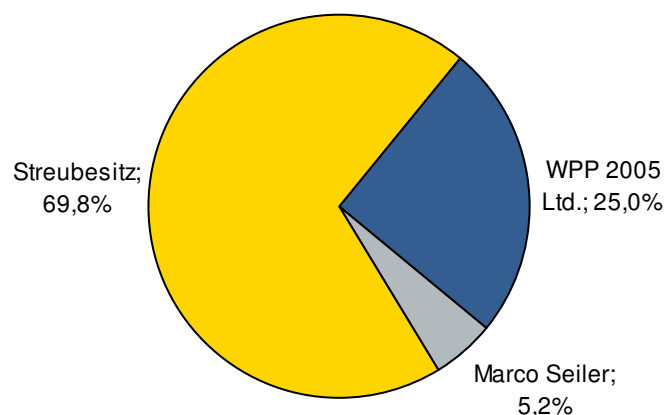
Mit den Niederlassungen in Frankfurt, Hamburg und London bietet der Konzern europäischen Großunternehmen ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum rund um unternehmensrelevante Internet-Lösungen: von der strategischen Planung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung. Suchmaschinenmarketing und Online Media Planung komplettieren das Serviceangebot der Syzygy AG. Den Kunden wird somit die Nutzung des Internets als leistungsstarkes Kommunikations- und Vertriebsmedium und die Interaktion mit Kunden, Geschäftspartnern und Mitarbeitern ermöglicht.

Mit dem Branchenfokus Automobile, Finanzdienstleistungen, Telekommunikation und Handel zählt Syzygy eine Vielzahl namhafter Kunden wie Daimler, Avis, Deutsche Bank, Comdirect, Ferrero, Fleurop, Dolce & Gabbana uva. zum Kundenkreis.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WPP 2005 Ltd.	25 %
Marco Seiler	5,2 %
Streubesitz	69,8 %
Summe	100 %

Aktionärsstruktur



Quelle: Syzygy AG, GBC

Unternehmenshistorie

Wichtige Meilensteine in der Unternehmensgeschichte

1994	Gründung der Syzygy UK Ltd. als Agentur für Digitalmedien
1995	Syzygy Deutschland GmbH, vormals United Media GmbH, wurde im Juni 1995 von Marco Seiler, DSB&K und EsNet gegründet
1996	Gründung der Syzygy France SA, vormals Netforce SA
1997	WPP erwirbt zunächst einen Anteil an Mediopoly Ltd. und im Dezember an DSB&K, wodurch WPP indirekter Gesellschafter von Syzygy Deutschland und Syzygy UK wird
1999	Gründung der Syzygy AG als „Vorratsgesellschaft“ unter der Firma Zweite SIB Beteiligungs-Aktiengesellschaft
2000	Börsengang in den Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse
2002	Syzygy AG trennt sich durch MBO von französischer Tochter
2006	Syzygy erwirbt 51 Prozent der Anteile an der Gesellschaft für elektronischen Handel GFEH
2007	Syzygy AG erwirbt 100 Prozent der Anteile an der führenden Online-Media Agentur Großbritanniens Unique Digital Marketing Ltd.
2008	Zum Ausbau der Kreativkompetenz erwirbt die Syzygy AG 80 Prozent der Londoner Interactive-Agentur Hi-ReS!

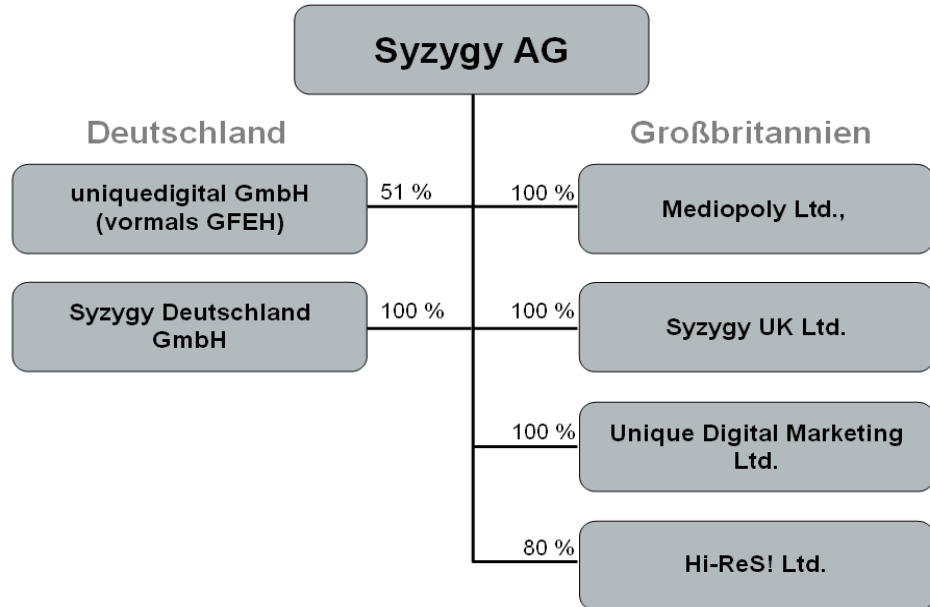
Die Unternehmensgeschichte der Syzygy AG reicht bis in das Jahr 1994 zurück, das gleichzeitig die Gründung der Syzygy UK Ltd., vormals Syzygy Ltd. markiert. Im Juni des darauffolgenden Jahres 1995 ging die Syzygy Deutschland GmbH aus der United Media GmbH als Spezialunternehmen für Online-Anwendungen hervor. Mit einem Stammkapital von 0,35 Mio. DM wurde die Gesellschaft durch den jetzigen Vorstandsvorsitzenden der Syzygy AG Marco Seiler, der DSB&K und EsNet gegründet. Die Gründung der französischen Tochtergesellschaft Syzygy France SA, die durch ein Management Buy-Out im Jahre 2002 wieder ausgegliedert wurde, ist auf das Jahr 1996 datiert.

Die Syzygy AG in ihrer heutigen Form wurde am 2. Februar 1999 als „Vorratsgesellschaft“ unter der Firma Zweite SIB Beteiligungs-Aktiengesellschaft von der Dresdner Bank AG gegründet. Mit Kaufvertrag vom 9. März 2000 erwarben die WPP Group (UK) Ltd., EsNet, BAT Trustees und Marco Seiler das Grundkapital der inoperativen Gesellschaft. Mit Beschluss der außerordentlichen Hauptversammlung vom 15. März 2000 wurde sie in Syzygy AG umfirmiert. Der Börsengang an den Neuen Markt der Frankfurter Wertpapierbörse fand ein halbes Jahr später am 06. Oktober 2000 statt.

Seit Bestehen der Syzygy AG wurden zur Kompetenzerweiterung- und Verbesserung mehrere Akquisitionen getätigt. So wurde im Dezember 2006 die Mehrheit an der Gesellschaft für elektronischen Handel GFEH, ein Unternehmen mit dem Schwerpunkt Online-Marketing, erworben. Seit Anfang 2007 gehört die Online-Media Agentur Unique Digital Marketing Ltd. dem Syzygy Konzern an und im laufenden Geschäftsjahr wurde die Kreativkompetenz im Webdesign durch den Kauf der Londoner Interactive-Agentur Hi-ReS! erweitert.

Geschäftstätigkeit

Die Syzygy AG fungiert als Holding und ist mit dem regionalen Schwerpunkt auf den europäischen Markt, hier insbesondere auf Deutschland und Großbritannien, in sechs vollkonsolidierte Tochtergesellschaften untergliedert. Das nachfolgende Schaubild zeigt den Konsolidierungskreis der Syzygy AG.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Syzygy AG ist mit ihren Tochtergesellschaften im Beratungs- und Dienstleistungsgeschäft tätig und bietet europäischen Großunternehmen ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum rund um unternehmensrelevante Internet-Lösungen: von der strategischen Planung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung.

Die einzelnen Tochtergesellschaften gliedern sich in zwei Geschäftsfelder, dem Webdesign und dem Online Marketing. Zusätzliche Potenziale von Internetanwendungen werden zudem auf dem Gebiet „Usability & Web Analytics“ geprüft. Im jährlich erscheinenden „Usability Monitor“ veröffentlicht Syzygy die Ergebnisse eigener Studien.

Webdesign

Mit dem derzeit umsatzstärkeren Geschäftsfeld Webdesign mit einem Umsatzanteil von 71,8 %, dem die Tochtergesellschaften Syzygy Deutschland GmbH und Syzygy UK Ltd. angehören und dessen Kreativkompetenz durch den Neuerwerb der Hi-ReS! Ltd. erweitert wurde, werden umfangreiche Projekte in unterschiedlichen Ländern umgesetzt. Hierzu zählen Online-Kampagnen, Microsites sowie Enterprise Portale, die voll in bestehende Unternehmensanwendungen integriert sind.

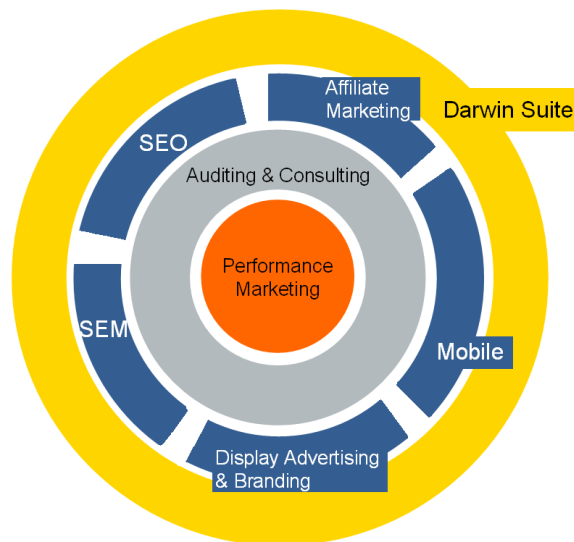
Damit umfasst dieser Geschäftsbereich alle Dienstleistungen von der Informationsarchitektur über die Gestaltung und Betextung des User Interface bis hin zum Managed Hosting der Web-Präsenz der Kunden. Mit den Geschäftsschwerpunkten in den Branchen Automobile, Finanzdienstleistungen, Telekommunikation und Handel ermöglicht Syzygy seinen Kunden das Internet als leistungsstarkes Kommunikations- und Vertriebsmedium zu nutzen und die Interaktion mit Kunden und Geschäftspartnern zu verbessern.

In diesem Geschäftsbereich konnte die Syzygy AG im laufenden Geschäftsjahr den Aufbau seiner Kreativkompetenz, vor allem durch den Erwerb des Designstudios Hi-ReS!, voll ausschöpfen und aus allen Teilnahmen an Ausschreibungsverfahren als Sieger hervorgehen. Die somit gewonnenen Projekte, die sowohl einen Festpreischarakter haben als auch wiederkehrende Umsätze aus der laufenden Betreuung generieren, unterstützen das weitere Wachstum der Syzygy AG.

Online Marketing

Mit dem Erwerb der Tochtergesellschaften Unique Digital Marketing Ltd. und der Gesellschaft für elektronischen Handel mbH (GFEH) mit Sitz in Hamburg, wurden die Kernkompetenzen der Syzygy AG um das Geschäftsfeld Onlinemarketing ergänzt. Seit September dieses Geschäftsjahres 2008 sind diese Tochtergesellschaften unter einer Marke der „uniquedigital“ vereint.

Mit derzeit rund 70 Mitarbeitern und betreuten Budgets in Höhe von 80 Mio. € entwickelt Syzygy in diesem Geschäftsfeld Strategien zur Steigerung der Werbeeffizienz im Internet. Mit der Media Management Suite DARWIN kommt dabei ein selbst entwickeltes Tool zum Einsatz, das die Technologiekompetenz und Innovationskraft des Unternehmens unterstreicht und die Arbeitsabläufe im Display Advertising und Suchmaschinenmarketing unterstreicht und die Arbeitsabläufe im Display Advertising und Suchmaschinenmarketing unterstützt. Diese Software umfasst fünf Tools, die von der Planung, Buchung bis hin zur Abrechnung und Auswertung einzelner Maßnahmen, eine Performanceoptimierung der jeweiligen Kampagne anstreben. DARWIN ist somit gleichzeitig das umspannende Werkzeug der Syzygy AG im Bereich des Online Marketing.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Im Gegensatz zu anderen Medien zeichnet sich das Internet durch ein Höchstmaß an Transparenz aus, da der Beitrag von Werbemaßnahmen zum wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens unmittelbar messbar ist. Das kennzahlengetriebene **Performance Marketing** steht daher im Mittelpunkt der Geschäftstätigkeit der uniquedigital.

Das Leistungsspektrum umfasst dabei alle Bereiche des Online Marketings:

Auditing & Consulting: Um einen bestmöglichen Mitteleinsatz zu gewährleisten, erfolgt im Rahmen eines **Audits** zunächst eine Soll-Ist-Analyse, in

der die für den Erfolg einer Kampagne relevanten Parameter und Maßnahmen untersucht, ausgewertet und ausgewählt werden.

Affiliate Marketing: Das Affiliate Marketing ermöglicht den Syzygy Kunden die Bewerbung von Angeboten auf Partner-Webseiten. Eine Provisionszahlung erfolgt dabei erst bei Erfüllung vorher vereinbarter Ziele, wie Klicks auf Werbebanner, ausgefüllte Kontaktformulare, Vertragsabschlüsse oder Bestellungen. Die Entwicklung individueller Strategien definiert diese Vergütungsmodelle.

Mobile Marketing: In diesem Bereich werden die immer leistungsstärkeren Mobiltelefone zur Verbreitung von individualisierten Werbebotschaften genutzt.

Display Advertising & Branding: Die klassische Bannerwerbung dient unter anderem der Generierung von Neukunden und Bestellungen. Während unquedigital individuelle Mediapläne für die Bannerschaltung erarbeitet und umsetzt, kann die Entwicklung und Gestaltung der Werbemittel von den Kreativereinheiten der Syzygy Gruppe übernommen werden. Diese Synergieeffekte bedeuten für den Kunden einen klaren Mehrwert, da er alle Leistungen aus einer Hand erhält und sich Verantwortlichkeiten für den Erfolg oder Misserfolg einer Kampagne eindeutig zuordnen lassen.

SEO / SEM: Eine Grundvoraussetzung für die Auffindbarkeit eines Unternehmens, einer Dienstleistung oder eines Produktes im Internet ist eine gute Platzierung in den Ergebnislisten der Suchmaschinen. Mit Suchmaschinenoptimierung (SEO) und Suchmaschinenmarketing (SEM) lässt sich diese Platzierung gezielt beeinflussen.

Das SEO setzt auf der Ebene der organischen Suche an, indem eine Webseite hinsichtlich ihrer Auffindbarkeit und Relevanz für Suchmaschinen optimiert wird.

Das Suchmaschinenmarketing bzw. Keyword Advertising (SEM) beschreibt die Belegung von Suchbegriffen gegen Bezahlung. Durch das Scannen von News, Communities und anderen Quellen auf tagesaktuelle Geschehnisse kann das bestehende Keyword-Portfolio um ein dynamisches Suchvolumen aus relevanten und günstigen Schlagwörtern ergänzt werden.

Die selbst entwickelte Media Management Suite **DARWIN** umschließt all diese Bereiche und bietet mit den integrierten fünf Tools ein umfassendes Werkzeug für eine möglichst hohe Werbeeffizienz.

DARWIN Tool	Beschreibung
DARWIN Optimiser	Unterstützt die Planung, Buchung und Abrechnung im Display Advertising sowie den gesamten Prozess in der Steuerung von Suchmaschinenkampagnen
DARWIN Forecaster	Planungs-Tool, das Prognosen über die Wirksamkeit von Branding-Aktivitäten und anderen Kanälen einer integrierten Kampagne ermöglicht
DARWIN Monitor	Werkzeug zur Überwachung von Kampagnen, Wettbewerb und Partnern

DARWIN Insight	Analyseaufbereitungsprogramm, das alle relevanten Daten wie Clickraten, Transaktionen, Kosten und Ergebnisse in eine Datenbank zusammenführt
DARWIN Dashboard	Über dieses Onlineportal können die Kunden alle Leistungswerte in Charts und Berichten rund um die Uhr einsehen

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Das umsatzschwächere jedoch margenstarke Geschäftsfeld Online Marketing hat in der Regel eine geringere Planungssicherheit als das Web Design. Größtenteils werden hier Projekte vergeben, die einer stärkeren Saisonalität unterliegen und daher eine höhere Volatilität aufweisen. Die Budgetvergaben der Kunden hängen dabei vom eigenen Handelsfokus ab, wie etwa einer verstärkten Kundengewinnung im Vorfeld der Weihnachtsfeiertage. Die Syzygy AG verrechnet dabei die ausgeführten Onlinemarketing-Aktivitäten in Form von Billings (Bruttoumsatzerlöse), die nach Abzug der laufenden Kosten seitens der Werbeträger als Nettoumsatzerlöse verbucht werden.

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Herr Marco Seiler (Vorstandsvorsitzender)

Marco Seiler gründete 1995 die Syzygy Deutschland und begleitete in Folge im Jahr 2000 den Börsengang des Unternehmens. Seit Januar 2002 ist er Vorstandsvorsitzender der Syzygy AG. Vor der Unternehmensgründung war Herr Seiler von 1987 bis 1994 als Geschäftsführer des US-Amerikanischen Softwareunternehmens WordPerfect Corporation tätig. Im Anschluss war er bis 1995 Geschäftsführer der 1&1 Holding GmbH (heute United Internet).

Herr Frank Wolfram (Vorstand)

Seinen wissenschaftlichen Werdegang hat Herr Frank Wolfram an der Technischen Universität Berlin mit einem Master abgeschlossen. Zudem bekleidet er derzeit eine Stelle als Lehrbeauftragter an der ZfU, der International Business School in Zürich. Nach seinem Studium arbeitete Herr Wolfram für fünf Jahre als unabhängiger Software-Berater und begleitete Unternehmen in Deutschland, Österreich und der Schweiz in der Implementierung neuer Technologien. In den folgenden zwei Jahren arbeitete er als Technischer Direktor der United Media GmbH, dem Vorgänger der Syzygy.

Seit November 2000 ist Herr Wolfram Vorstandsmitglied der Syzygy AG und seine Aufgabenschwerpunkte liegen insbesondere im Technologie-Bereich.

Herr Erwin Greiner (Leiter Finanzen)

Erwin Greiner hat sein Wirtschaftsstudium an den Universitäten Passau, Barcelona und Trier mit den Schwerpunkten Rechnungswesen, Steuerrecht und Wirtschaftsinformatik abgeschlossen. Nach seinem Studium arbeitete er von 1995 bis 1999 als Prüfer für PricewaterhouseCoopers und im Anschluss nach Erlangen des Steuerberaterstatus als Mitarbeiter im internationalen Controlling bei debis Systemhaus.

Herr Greiner ist bei der Syzygy AG seit Januar 2001 tätig und seit 2003 bekleidet er die Stelle des Finanzleiters der Syzygy Gruppe.

Aufsichtsrat

Michael Mädler (Aufsichtsratsvorsitzender)

Herr Mädler ist zurzeit Vorstandsvorsitzender der JWT (J. Walter Thompson), bei der er seit 1990 beschäftigt ist. 1993 wurde er der Geschäftsführer für Zentral- und Osteuropa und 1997 wurde er der Leiter für Europa, den Mittleren Osten und Afrika. Vor seiner Anstellung bei JWT arbeitete Michael Mädler für 13 Jahre bei Young & Rubicam, der er als Trainee in Frankfurt beigetreten war. 1983 stieg er bei Y&R zum Geschäftsführer und Vorstandsvorsitzenden auf.

Adriaan Rietveld (stellv. Aufsichtsratsvorsitzender)

Adriaan Rietveld ist General Partner des amerikanischen Venture-Capital-Gebers Esnet Group und bereits seit 1972 in der IT-Branche tätig. Als Vorstandsvorsitzender und Geschäftsführer verantwortete er die Restrukturierung von WordPerfect und den erfolgreichen Verkauf an Novell. Adriaan Rietveld war sowohl als Unternehmensgründer (Ubiq BV, Adriaan Rietveld BV, DELTAware, SoftCopy Europe, MeRi consultants) als auch im M&A-Bereich erfolgreich.

Wilfried Beeck

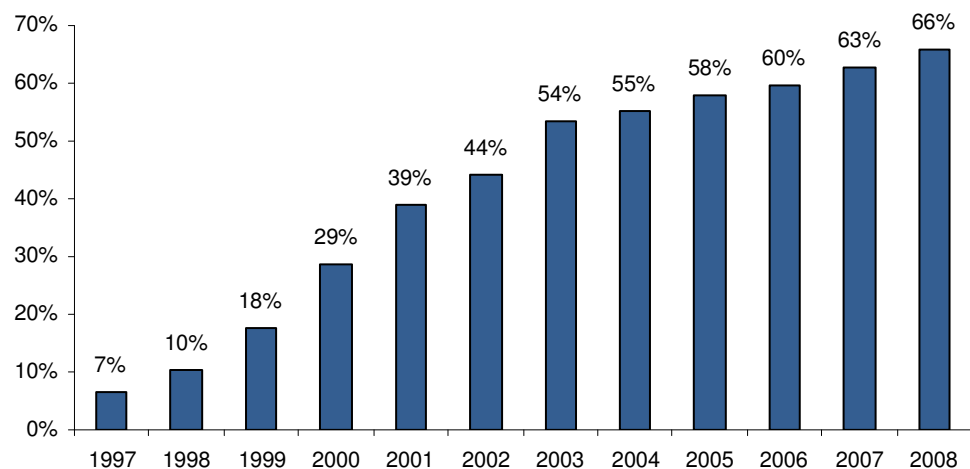
Herr Beeck hat vor seiner ersten Firmengründung im Jahre 1983 Mathematik und Informatik in Kiel studiert. Er ist zudem der Firmengründer der Intershop Communications GmbH, die er zusammen mit Stephan Schambach und Karsten Schneider 1992 gegründet hat. Herr Beeck war 1998 am Listing dieses Unternehmens entscheidend beteiligt. 2002 verließ er das Management der Intershop AG, um sich auf die Entwicklung von E-Commerce-Lösungen für den Mittelstands-Bereich zu konzentrieren. Zur Zeit ist er Mandatsträger mehrerer Hi-Tech-Unternehmen.

Markt und Marktumfeld

Online-Marketing Markt in Deutschland

Verschiedene Studien, die Erkenntnisse zur Internetnutzung in Deutschland liefern, kommen im Gleichklang zum Ergebnis eines starken und bereits mehrere Jahre anhaltenden Marktwachstums. Laut ARD/ZDF-Online Studie 2008 weist der für die Syzygy ausschlaggebende Markt seit über zehn Jahren ein kontinuierliches Wachstum auf, wenn auch die zweistelligen Raten der Anfangsjahre, aufgrund einer zunehmenden Marktsättigung nicht mehr erreicht wurden. Insgesamt stieg die Anzahl gelegentlicher Internetnutzer in 2008 auf 42,7 Mio. Personen, was einem Anteil von 65,8 % entspricht. Gegenüber dem Vorjahreswert von 62,7 % beträgt die Zuwachsrate 5 %.

Entwicklung der Onlinenutzung in Deutschland 1997 bis 2008



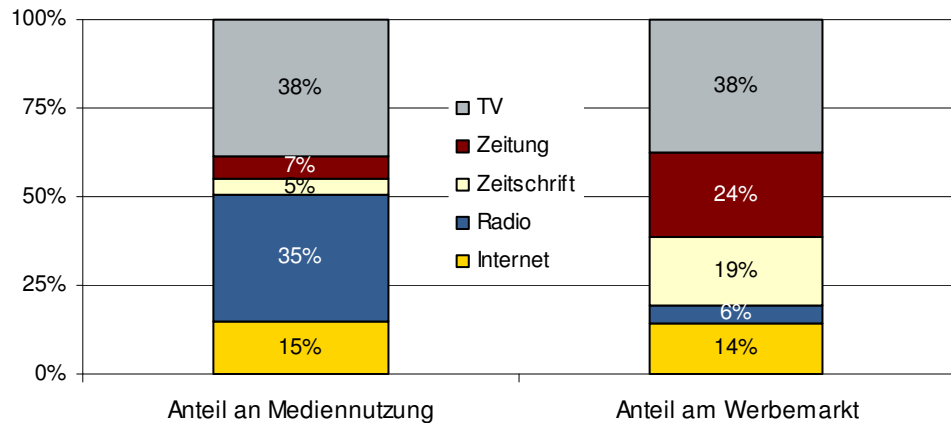
Quelle: ARD/ZDF-Online Studie 2008

Zu ähnlichen Ergebnissen kommt die Studie der Arbeitsgemeinschaft Online-Forschung e.V. (AGOF), die in ihrer Markt-Media-Studie internet facts 2008-II in Deutschland einen Internetnutzeranteil von 64,7 %, also 42,0 Mio. Personen aufweist. Eindrucksvoll wird damit die gleichberechtigte Etablierung des Internets sowohl als Medium als auch als Werbeträger neben den klassischen Medien belegt.

Diese Annahme bestätigt auch die Untersuchung des Online-Vermarkterkreises im BVDW, der OVK Online-Report 2008/02, der eine Stagnation des Gesamtwerbemarktes bei einem gleichzeitigen Zuwachs der Online-Werbung sieht. Die klassischen Medien, die immer noch einen erheblichen Anteil am Gesamtwerbemarkt haben, weisen damit im Vergleich zum Vorjahr 2007 nur minimale Veränderungsraten auf. Mit einer deutlich positiven Entwicklung hingegen konnte sich im 1. Halbjahr 2008 lediglich der Online-Werbemarkt mit einem Gesamtzuwachs von 25 % von diesem Trend lösen. Damit schließt der Online-Werbemarkt mit einem derzeitigen Anteil von 13,5 % am Gesamtwerbemarkt zu den Publikumszeitschriften auf.

Die Nutzungsintensität in Verbindung mit Werbemarktanteilen zeigt deutlich das Entwicklungspotenzial des Internets als Werbemarkt auf. Ein Aufstieg zum drittgrößten Medium nach Zeitung und TV steht dem Internet laut OVK Online-Report 2008/02 demnach kurz bevor.

Vergleich Mediennutzanteile und Werbemarktanteile



Quelle: Online-Vermarkterkreis im BVDW

Die Syzygy AG bietet Produkte über die gesamte Bandbreite des Online-Werbemarktes an. Eine Segmentierung dieses Marktes in einzelne Teilbereiche wie Display-Advertising, Affiliate Marketing, Mobile, SEM und SEO ist daher hilfreich.

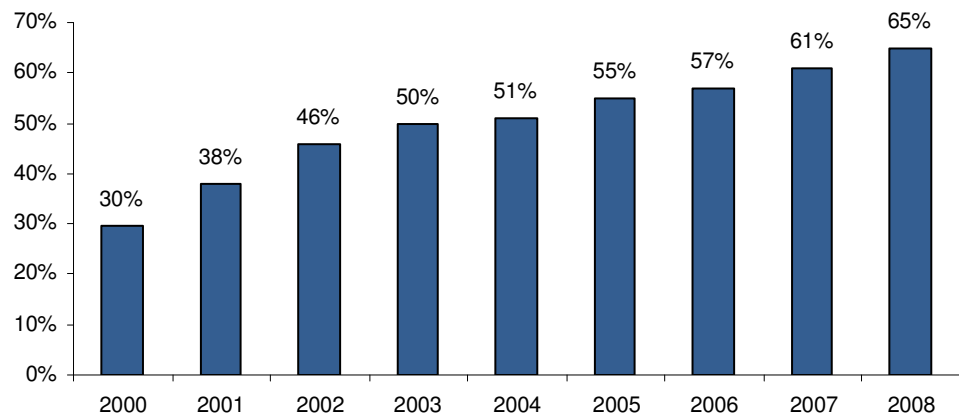
Die OVK-Prognose 2008 geht hier besonders im Bereich der Suchwort Vermarktung, also des SEM, von einem starken Wachstum in Höhe von 24 % aus. Dieses Wachstum wird verstärkt durch die geplanten Budgeterhöhungen der Kunden realisiert werden. In einer Befragung des Bundesverbandes Digitale Wirtschaft liegen die geplanten Ausgaben für das Jahr 2008 bei 60 % der befragten Unternehmen höher als 10.000 €. Ausgaben in dieser Höhe waren im Vorjahr bei lediglich 54 % der Unternehmen geplant. Die Prognosen im SEO-Bereich lassen ähnliche Tendenzen, allerdings auf einem niedrigerem Niveau, erkennen. Budgetierten noch 32 % der Unternehmen im Vorjahr Ausgaben von mindestens 10.000 €, so stieg dieser Anteil in 2008 auf 37 %.

Investitions- und Volumensteigerungen werden jedoch auch in den anderen Teilsegmenten des Online-Werbemarktes erwartet. Im Bereich des Affiliate Marketing wird ein Anstieg der Werbeinvestitionen in Höhe von 25 % auf 268 Mio. € erwartet. Kostengünstige Multimedia-Handys und transparente Kostenmodelle werden zudem die Potenziale des Mobile Marketing mittel- bis langfristig positiv beeinflussen.

Online-Marketing Markt in Großbritannien

Basierend auf einer hohen Internetverfügbarkeit zeigt der Markt für Online-Marketing in Großbritannien eine ähnlich starke Entwicklung auf. Mit einer derzeitigen Abdeckung in Höhe von 65 % haben insgesamt 16,1 Mio. Haushalte in Großbritannien einen Internetzugang.

Entwicklung der Onlinenutzung in Großbritannien 2000 bis 2008

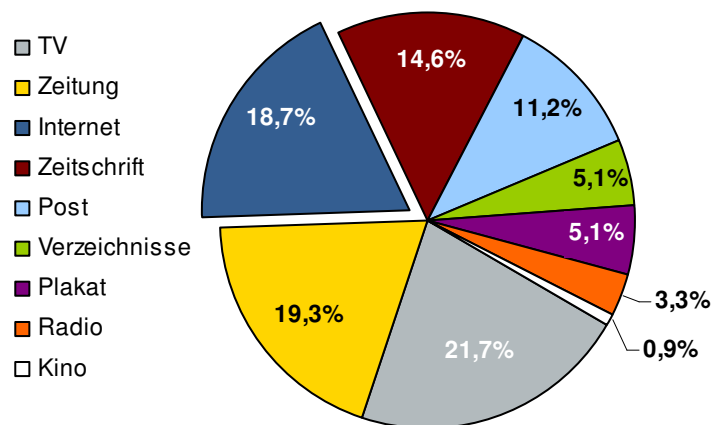


Quelle: statistics.gov.uk

Im Gleichschritt zu einer Zunahme der Internetverfügbarkeit zeigt die Entwicklung des Online-Werbemarktes in Großbritannien, ähnlich wie in Deutschland, eine weitestgehend gleichberechtigte Etablierung des Mediums Internet zu den bisher klassischen Werbemedien.

Während im ersten Halbjahr 2008 der Gesamtwerbemarkt einen leichten Rückgang von 0,7 % verzeichnete, stiegen die Ausgaben für Onlinewerbung um 21 %. In den ersten sechs Monaten wurden damit insgesamt 1,68 Mrd. GBP (Britische Pfund) in Onlinewerbung investiert und damit ist das Internet in Großbritannien zum dritt wichtigsten Werbeträger, mit einem Marktanteil von 18,7 %, aufgestiegen.

Werbemarktanteile in Großbritannien



Quelle: IAB Online Adspend Study

Die steigende Anzahl der Internetnutzer und die stark anziehenden Online-Käufe, bilden die Basis für ein weiterhin stetiges Wachstum der Onlinewerbung in Großbritannien. Eine Studie von Enders Analysis sieht für das laufende Jahr eine weitere Ausschöpfung dieser Potenziale, die einen Anstieg der Internet-Werbeausgaben in Höhe von 26,4 % zur Folge haben werden. Gleichzeitig geht diese Studie von einem Rückgang des Gesamtwerbemarktes aus, so dass das Internet in Zukunft den Medien Fernsehen und Zeitung als Werbemedien den Rang ablaufen wird.

SWOT - ANALYSE

Stärken/Chancen

- Kontinuierliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung sowie hohe Free Cash Flows in den vergangenen Jahren sprechen für ein bewährtes Geschäftsmodell
- Geringe Mitarbeiterfluktuation im Branchenvergleich
- Langjährige und gewachsene Kundenbeziehungen mit renommierten Unternehmen
- Vom Großaktionär WPP, eine der weltweit größten Marketingagenturen, kann die Syzygy auf ein hohes Know-How Potenzial zurückgreifen
- Die Gesellschaft ist mit den Geschäftsbereichen im Markt für Onlinewerbung gut aufgestellt und sollte von den starken Wachstumsraten profitieren
- Gesunde Bilanzstruktur gewährt finanzielle Freiräume, um auch in Zukunft das Wachstum durch Akquisitionen zu beschleunigen
- Weltweite Marketingkampagnen durch internationale Positionierung an den Standorten Großbritannien und Deutschland möglich

Schwächen/Risiken

- Umsätze sind nicht durch lange Vertragslaufzeiten gesichert und werden meist auf Grundlage von Einzelverträgen mit einem begrenzten zeitlichen Umfang erwirtschaftet
- Hohe Umsatzanteile in Großbritannien könnten das Risiko von Wechselkursveränderungen erhöhen
- Angelegte liquide Mittel unterliegen einem Bonitäts- und Ausfallrisiko
- Großteil der Umsätze wird durch Geschäft mit den zehn größten Kunden generiert; ein Ausfall eines Kunden könnte daher Umsatzeinbußen zur Folge haben
- Konjunkturelle Schwierigkeiten könnten sich bei den Kunden aus bestimmten Branchen (Automobil; Finanzen) negativ auf Budgets auswirken

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2006	GJ 2007	Δ zum VJ	GJ 2008e	Δ zum VJ	GJ 2009e	Δ zum VJ
Umsatzerlöse	20,31	27,35	+ 34,6 %	31,17	+ 14,0 %	34,29	+ 10,0 %
Einstandskosten	-13,90	-18,89	+ 35,9 %	-19,61	+ 3,8 %	-21,91	+ 11,7 %
Bruttoergebnis	6,41	8,46	+ 31,9 %	11,56	+ 36,6 %	12,38	+ 7,0 %
Vertriebs- und Marketingkosten	-1,82	-2,20	+ 20,7 %	-2,70	+ 22,7 %	-2,95	+ 9,2 %
Allg. Verwaltungskosten	-3,28	-3,31	+ 0,9 %	-3,97	+ 20,0 %	-4,46	+ 12,3 %
sonst. betriebl. Erträge	0,09	0,42	+ 367,4 %	0,25	- 39,9 %	0,20	-20,0 %
Finanzergebnis	2,30	1,25	- 45,9 %	0,95	- 23,7 %	0,90	- 5,3 %
Ergebnis vor Steuern	3,71	4,62	+ 24,6 %	6,09	+ 32,0 %	6,07	- 0,4 %
Steuern	-1,38	-1,40	+ 1,8 %	-1,95	+ 38,9 %	-1,94	- 0,4 %
Konzernergebnis	2,33	3,21	+ 38,1 %	4,14	+ 29,0 %	4,13	- 0,4 %
Minderheitenanteile	-0,06	-0,64	+ 965,0 %	-0,74	+ 15,8 %	-0,15	- 79,7 %
Jahresüberschuss	2,27	2,57	+ 13,5 %	3,40	+ 32,2 %	3,98	+ 16,9 %
EBITDA	2,19	4,08		5,74		5,87	
in %	10,8	14,9		18,4		17,1	
EBIT	1,40	3,37		5,14		5,17	
in %	6,9	12,3		16,5		15,1	
Ergebnis je Aktie in €	0,19	0,21		0,28		0,33	
Dividende je Aktie in €	0,24	0,10		0,13		0,16	

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) *	Bilanzstichtag: 31.12.2006	Bilanzstichtag: 31.12.2007
Operatives Anlagevermögen	0,98	1,68
Working Capital	1,56	2,69
Nettoverschuldung	- 43,72	- 22,92
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,06	1,95
Finanzvermögen	43,78	24,87
Eigenkapitalquote in %	57,0	62,4
Gezeichnetes Kapital	12,06	12,08
Aktienanzahl	12,00	12,08
Bilanzsumme	54,53	55,26

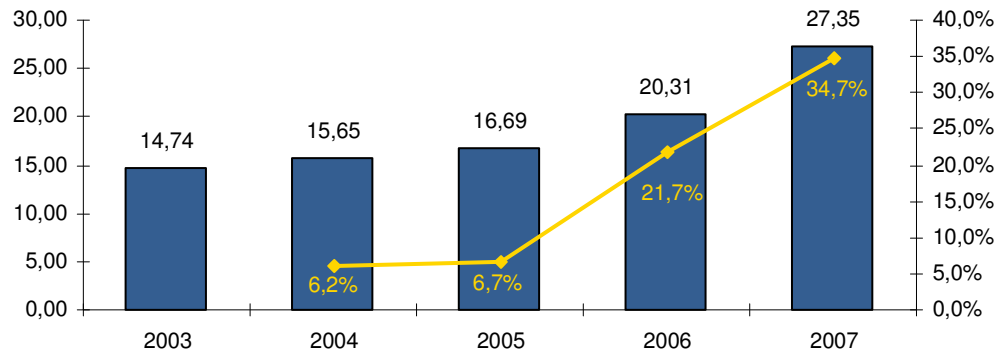
* gemäß GBC-Berechnungen

Geschäftsentwicklung 2003 bis 2007

Umsatzentwicklung

Die Syzygy AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 Umsatzerlöse in Höhe von 27,35 Mio. €. Seit 2003 befindet sich Syzygy auf einem stetigen Wachstumspfad und konnte die Umsätze sukzessive erhöhen. Die nachstehende Graphik zeigt die Umsatzentwicklung für den Zeitraum 2003 bis 2007.

Umsatzentwicklung 2003 bis 2007 (in Mio. €)

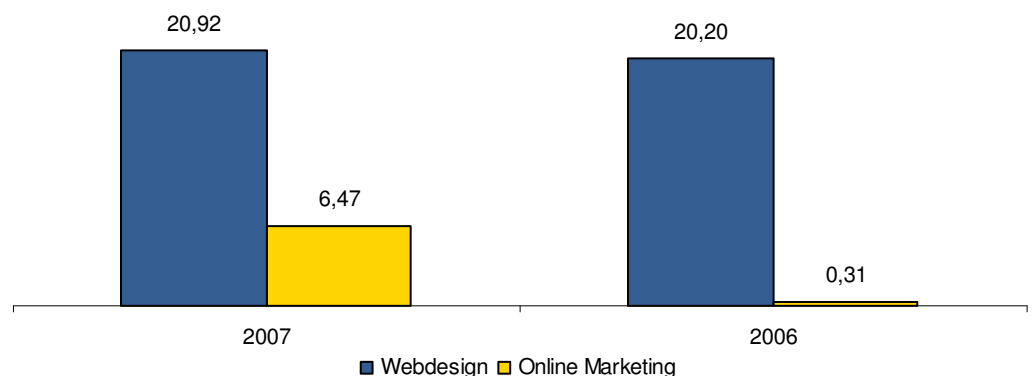


Quelle GBC AG; Syzygy AG

Der deutliche Umsatzsprung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 ist vor allem auf die beiden Akquisitionen der unquedigital GmbH (ehemalig: GFEH) im Dezember 2006 und der Unique Digital Marketing im März 2007 zurückzuführen, während das Wachstum in den vorangegangenen Jahren rein organisch war.

Die nachfolgende Graphik zeigt die Umsatzentwicklung der beiden Geschäftsbereiche Webdesign und Online Marketing.

Umsatzentwicklung nach Geschäftsbereichen (in Mio. €)



Quelle GBC AG; Syzygy AG

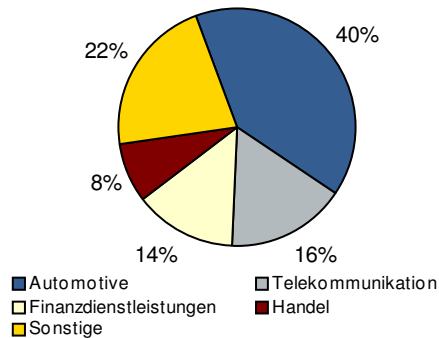
Im Bereich Webdesign wurden in 2007 Umsätze von 20,92 Mio. € (2006: 20,20 Mio. €) erzielt und im Segment Online Marketing lagen die Umsätze in 2007 bei 6,47 Mio. € (2006: 0,31 Mio. €). Der Geschäftsbereich Online Marketing umfasst dabei die beiden Gesellschaften unquedigital GmbH (ehemalig: GFEH) und Unique Digital Marketing, was auch den geringen Umsatz im Jahr 2006 erklärt. Die im April 2007 konsolidierte Unique Digital Marketing zeigte

sich in 2007 für einen Umsatzbeitrag von 2,68 Mio. € verantwortlich.

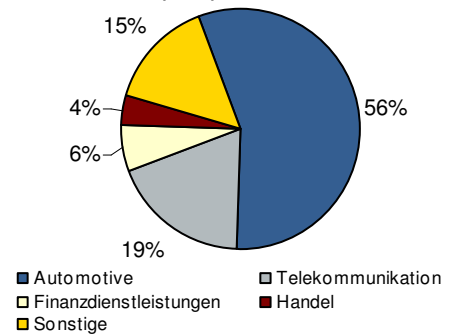
Die Konzernumsätze werden fast ausschließlich in den beiden Ländern Deutschland und Großbritannien erwirtschaftet. Im Geschäftsjahr 2007 entfielen rund 52,4 % (2006: 59,5 %) der Konzernumsätze auf die deutschen Tochtergesellschaften, während in Großbritannien 47,6 % (2006: 40,5 %) der Konzern Erlöse erzielt wurden. Das dynamische Wachstum der englischen Tochterunternehmen hatte zur Folge, dass sich die Umsätze mittlerweile fast gleichmäßig auf Deutschland und England verteilen.

Die Abhängigkeit von Kunden aus der Automobilbranche konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr weiter reduziert werden. Allerdings bildet die Branche Automotive in 2007 mit rund 40 % (2006: 56 %) der Konzernumsätze nach wie vor die wichtigste Kundengruppe. Es folgen die Branchen Finanzdienstleistungen, Telekommunikation und Handel, wie dem nachfolgenden Schaubild zu entnehmen ist.

**Umsatzverteilung nach Branchen
(in %) in 2007**



**Umsatzverteilung nach Branchen
(in %) in 2006**

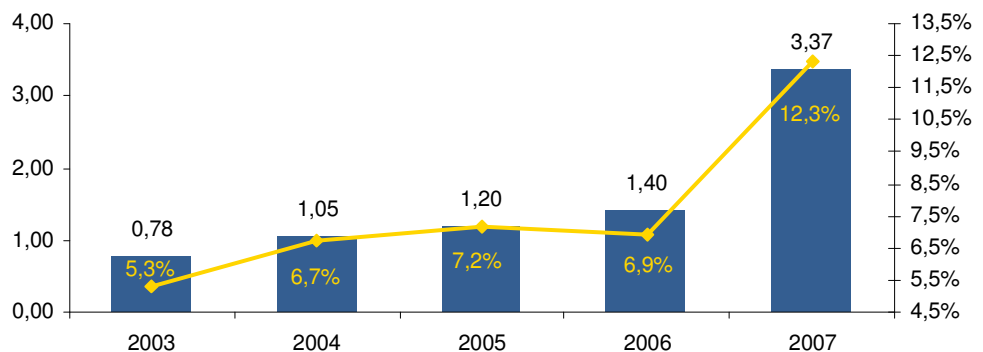


Quelle GBC AG; Syzygy AG

Ergebnisentwicklung

Auch bei der Entwicklung der operativen Ergebnisse und der Margensituation konnte die Syzygy AG in den letzten Jahren kontinuierliche Verbesserungen erreichen. Die nachstehende Graphik veranschaulicht diese Entwicklung für den Zeitraum 2003 bis 2007 eindrucksvoll.

Entwicklung EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %) 2003 bis 2007



Quelle GBC AG; Syzygy AG

Die deutliche Margenverbesserung von 6,91 % in 2006 auf 12,33 % in 2007 ist primär durch die Akquisitionen der unquedigital GmbH (ehemalig: GFEH) und der Unique Digital Marketing Ltd. zu erklären, welche beide dem margen-trächtigeren Geschäftsbereich Online Marketing zuzuordnen sind. Die Syzygy AG verzichtet jedoch im Rahmen der Segmentsberichterstattung auf einen Ausweis des operativen Ergebnisses nach den beiden Geschäftsbereichen. Der mit Abstand größte Kostenblock bei der Syzygy AG sind die Personalaufwendungen, die sich im Geschäftsjahr 2007 auf 13,43 Mio. € beliefen. Zum Jahresende 2007 beschäftigte die Gesellschaft knapp 230 Mitarbeiter. Zudem greift Syzygy in der Regel auf freie Mitarbeiter zurück, um Auftragsspitzen auszugleichen. Die freien Mitarbeiter machen hierbei rund 10 % der gesamten Belegschaft aus.

Der Emissionserlös im Rahmen des Börsengangs im Jahr 2000 lag bei rund 55 Mio. €. Seitdem erwirtschaftete die Syzygy AG stets ein deutlich positives Finanzergebnis. Bedingt durch die getätigten Übernahmen der unquedigital GmbH und der Unique Digital Marketing sowie durch eine Sonderdividende im Februar 2007 von 1,50 € fiel das operative Ergebnis in 2007 mit 3,37 Mio. € erstmalig höher aus als das Finanzergebnis von 1,25 Mio. €. In den Jahren zuvor überstieg das Finanzergebnis das operative Ergebnis stets deutlich.

Die Syzygy AG verfügt über keine steuerlich nutzbaren Verlustvorträge aus der Vergangenheit und so betrug die Steuerquote auf Konzernebene im Jahr 2007 rund 30,4 %. Die fremden Gewinnanteile sind im abgelaufenen Geschäftsjahr erheblich angestiegen und beliefen sich auf -0,64 Mio. € (2006: -0,06 Mio. €). Der Anstieg der fremden Gewinnanteile erklärt sich durch den Erwerb der 51 %igen Beteiligung an der unquedigital GmbH.

Geschäftsentwicklung 2008

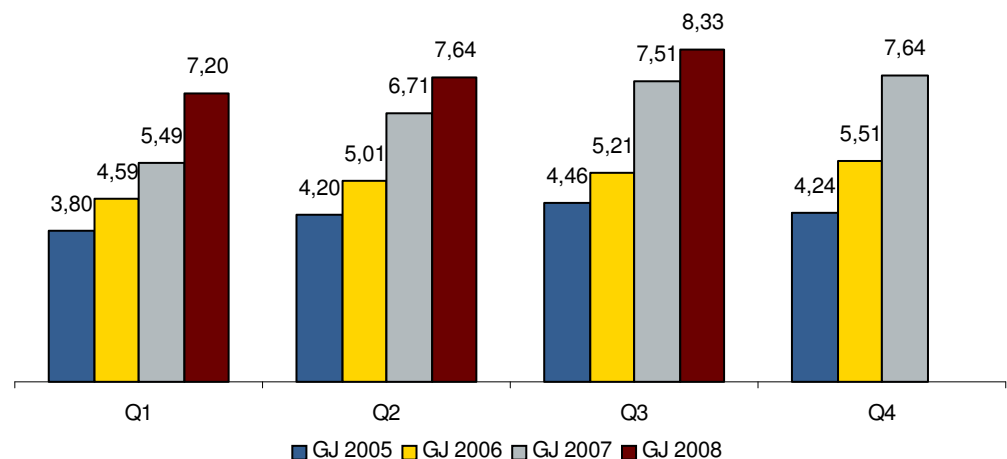
in Mio. €	9-Mon. 07	9-Mon. 08	Δ in %	Q3 07	Q3 08	Δ in %
Umsatz	19,707	23,164	+ 17,5	7,512	8,329	+ 10,9
<i>davon in Deutschland</i>	9,612	11,339	+ 18,0	2,709	3,752	+ 38,5
<i>davon in GB</i>	10,146	12,514	+ 23,3	4,839	4,986	+ 3,0
EBITDA	2,884	4,268	+ 48,0	1,203	1,459	+ 21,3
EBIT	2,310	3,806	+ 64,8	1,004	1,298	+ 29,3
Konzernergebnis	1,760	2,540	+ 44,3	0,599	0,866	+ 44,6
EPS in Euro	0,15	0,21	+ 44,3	0,05	0,07	+ 44,6

Quelle GBC AG; Syzygy AG

Umsatzentwicklung

Erneut konnte die Syzygy AG mit der Vorlage der 9-Monatszahlen das Potenzial des starken Onlinemarktes ausschöpfen und Rekordumsätze vermelden. Innerhalb der ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres 2008 erzielte die Gesellschaft Umsätze in Höhe von 23,16 Mio. €, was im Vergleich zur Vorperiode einem zweistelligen Anstieg in Höhe von 17,5 % gleichkommt. Die regionale Umsatzaufteilung zeigt hier in etwa gleich hohe Beiträge der relevanten Märkte Deutschland und Großbritannien auf. Während Deutschland mit einem Beitrag von 49,0 % insgesamt 11,34 Mio. € beigesteuert hat, beliefen sich die Erlöse in Großbritannien mit 51,0 % auf 12,51 Mio. €. Zur Vergleichsperiode konnten die Umsätze in Deutschland um 18,0 % (9M 2007: 9,61 Mio. €) und in Großbritannien um 23,3 % (9M 2007: 10,15 Mio. €) gesteigert werden.

Quartalsentwicklung der Umsätze 2005-2008 (in Mio. €)



Quelle: GBC, Syzygy AG

Die Aufteilung nach Geschäftsbereichen zeigt noch ein deutliches Übergewicht des Segmentes Webdesign, das mit 17,13 Mio. € einen Anteil von 74,0 % am Gesamtumsatz aufweisen konnte. In der Vorjahresperiode konnten in diesem Segment Umsätze von 15,12 Mio. € erzielt werden, was einem Wachstum von 13,3 % gleichkommt. Im Geschäftsbereich Onlinemarketing konnte die Syzygy AG Umsatzerlöse in Höhe von 6,72 Mio. € erzielen und gegenüber dem Vorjahr ein sehr starkes Umsatzwachstum von 46,8 % aufweisen (9M 2007: 4,58 Mio. €).

Die separate Betrachtung des dritten Quartals 2008 zeigt eine ähnliche Umsatzentwicklung auf, wenn auch auf einem leicht niedrigeren Niveau. Hier konnten die Umsätze gegenüber dem Vergleichsquarter des Vorjahres von 7,51 Mio. € auf 8,33 € um 10,9 % angehoben werden. In der regionalen Aufteilung kann für den Markt in Deutschland mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 38,5 % auf 3,75 Mio. € (Q3 2007: 2,71 Mio. €) eine höhere Dynamik ersehen werden. Im englischen Marktsegment konnte die Syzygy AG im dritten Quartal Mehrumsätze in Höhe von 3,0 % auf 4,99 Mio. € realisieren (Q3 2007: 4,84 Mio. €).

Mit rund der Hälfte der erzielten Umsatzerlöse in Großbritannien besteht für die Syzygy AG eine starke Wechselkursabhängigkeit des Euros zum Britischen Pfund (GBP). Der Rückgang des Umrechnungskurses GBP/EUR von EUR 1,46 in 2007 auf EUR 1,28 in 2008 belastete dementsprechend das Umsatzwachstum. Bei konstanten Währungskursen hätte das Umsatzwachstum konzernweit in den ersten drei Quartalen 2008 24,0 % betragen.

Ergebnisentwicklung

Aufgrund unterproportional gestiegener Einstandskosten erbrachter Leistungen auf 14,48 Mio. € (2007: 12,85 Mio. €), konnte die Syzygy AG das Bruttoergebnis in den ersten neun Monaten 2008 auf 8,69 Mio. € steigern (2007: 6,86 Mio. €). Dies entspricht einem deutlichen Zuwachs der Bruttomarge von 34,8 % des Vergleichszeitraumes auf 37,5 %. Im dritten Quartal konnte aufgrund des starken Onlinemarketinggeschäftes die Nettomarge nach einem leicht schwächeren zweiten Quartal wieder auf 37,0 % (Q3 2007: 33,7 %) angehoben werden.

Intensivere Marketingaufwendungen im Zusammenhang mit der Vereinigung der Tochtergesellschaften GFEH mbH und Unique Digital Marketing Ltd. unter dem Namen unquedigital wirkten sich auf die Vertriebs- und Marketingkosten belastend aus. Nach drei Quartalen beliefen sich diese auf 2,10 Mio. €, was einem Anstieg in Höhe von 24,9 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum entspricht. Im dritten Quartal 2008 entstanden zudem durch den Messeauftritt auf der Messe „online marketing düsseldorf“ Mehraufwendungen in Höhe von rund 0,20 Mio. € auf insgesamt 0,96 Mio. €. Zu den Vertriebs- und Marketingkosten des Vorjahresquartals in Höhe von 0,63 Mio. € kommt dies einem Anstieg von 52,9 % gleich.

Fixkostendegressionseffekte im allgemeinen Verwaltungskostenbereich ließen diese Aufwendungen im Vorjahresvergleich nahezu unverändert. Nachdem in 2007 2,95 Mio. € anfielen, bewegten sich diese mit 2,98 Mio. € um 1,1 % über Vorjahresniveau. Im dritten Quartal 2008 kam es hier sogar zu einem Rückgang in Höhe von 1,7 % auf 0,91 Mio. € (Q3 2007: 0,93 Mio. €).

Die sonstigen betrieblichen Erträge, die hauptsächlich Erträge aus Untervermietungen enthalten, beliefen sich nach neun Monaten 2008 auf 0,20 Mio. € (VJ 2007: 0,08 Mio. €). Der Großteil hiervon entfiel mit 0,09 Mio. € auf das abgelaufene dritte Quartal 2008 (Q3 2007: 0,03 Mio. €).

In Summe konnte somit in den ersten drei Quartalen das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) mit 4,27 Mio. € um 48,0 % gesteigert werden (2007: 2,88 Mio. €). Unterjährig erreichte das EBITDA mit 1,46 Mio. € im abgelaufenen dritten Quartal 2008 den höchsten Wert. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Anstieg in Höhe von 21,3 % (Q3 2007: 1,20 Mio. €).

Die Abschreibungen auf das Anlagevermögen lagen mit 0,46 Mio. € um 19,5% unter dem Niveau des Vergleichszeitraums. Diese Tendenz konnte auch im dritten Quartal 2008 mit einem Rückgang der Abschreibungen um 19,1 % auf 0,16 Mio. € beobachtet werden (Q3 2007: 0,20 Mio. €).

Damit erzielte die Syzygy AG in den ersten neun Monaten 2008 ein EBIT in Höhe von 3,81 Mio. € und konnte das Ergebnis des Vorjahreszeitraumes um 64,8 % verbessern (VJ 2007: 2,31 Mio. €). Ebenfalls positiv ist die Entwicklung der EBIT-Marge, die von 11,7 % (2007) auf 16,4 % gesteigert wurde. Die beschriebenen Mehraufwendungen im Zusammenhang mit dem Messeauftritt an der Messe „online marketing düsseldorf“ führten im dritten Quartal 2008 zu einer leicht rückläufigen EBIT-Marge in Höhe von 15,6 %. Dennoch verzeichnete die Syzygy AG mit 1,30 Mio. € in diesem Quartal einen deutlichen Anstieg des EBIT in Höhe von 29,3 % (Q3 2007: 1,00 Mio. €).

Die im Februar 2007 ausgeschüttete Sonderdividende in Höhe von 18,10 Mio. € hatte zur Folge, dass im Berichtszeitraum durchschnittlich weniger liquide Mittel zur Verfügung standen. Dementsprechend ging das Finanzergebnis mit 0,74 Mio. € um 33,2 % zurück (2007: 1,10 Mio. €). Im dritten Quartal belief sich das Finanzergebnis auf 0,22 Mio. € (Q3 2007: 0,26 Mio. €).

Steueraufwendungen fallen bei der Syzygy AG aufgrund der regionalen Schwerpunkte sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland an. In den ersten drei Quartalen 2008 betrug der Konzernsteuersatz, der eine Gewichtung dieser zwei länderspezifischen Steueraufwendungen darstellt, 32,0 %. Insgesamt fielen somit Steuern in Höhe von 1,45 Mio. € an.

Aufgrund der 51%igen Beteiligung an der Tochtergesellschaft unquedigital GmbH und der 80%igen Beteiligung an Hi-ReS! fiel ein Anteil des Ergebnisses auf die Gesellschafter beider Töchter. Somit standen im laufenden Geschäftsjahr 0,55 Mio. € den anderen Gesellschaftern zu.

Der Jahresüberschuss lag nach den ersten neun Monaten 2008 bei 2,54 Mio. €. Gegenüber dem Vergleichszeitraum entspricht dies einer Steigerung von 44,3 %. Der EPS belief sich auf 0,21 € (9M 2007: 0,15 €).

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die Syzygy AG verfügt über gesunde Bilanzrelationen und über eine sehr komfortable Eigenkapitalausstattung. Das Eigenkapital belief sich zum Stichtag 30.9.2008 auf 34,02 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 59,7 % entspricht. Die Aktivseite der Bilanz ist einerseits durch die Geschäftswerte und die immateriellen Vermögensgegenstände und andererseits durch den hohen Bestand an liquiden Mitteln und an Wertpapieren geprägt. Die Firmenwerte lagen zum 30.9.2008 bei 16,94 Mio. €, was vor allem auf die getätigten Akquisitionen der GFEH, der Hi-ReS! und der Unique Digital Marketing zurückzuführen ist.

Zudem verfügt die Syzygy AG über liquide Mittel in Höhe von 7,77 Mio. € sowie über Wertpapiere von 15,98 Mio. €. Davon waren zum 30.9.2008 rund 47 % in Anleihen von Unternehmen mit guter Bonität und rund 19 % in Inhaberschuldverschreibungen investiert. Zum 30.9.2008 sind hier hauptsächlich aufgrund der Turbulenzen an den Kapitalmärkten unrealisierte Wertpapierverluste von 2,20 Mio. € sowie Währungsverluste von 1,00 Mio. € aufgelaufen, die ergebnisneutral mit dem Eigenkapital verrechnet wurden. Da die Unternehmensanleihen allerdings eine lange Laufzeit haben und Syzygy die liquiden Mittel derzeit nicht benötigt, wurden die Verluste bislang nicht realisiert. Wir gehen hier von einer Erholung der Wertpapierverluste aus.

Aufgrund der getätigten Übernahmen bestehen noch Earn Out-Verpflichtungen, die in den kommenden Jahren fällig werden. Im zweiten Quartal 2009 wird voraussichtlich die Aufstockung der Beteiligung an der unquedigital GmbH auf 100 % erfolgen. Hierfür steht in den sonstigen Verbindlichkeiten ein Betrag für die Optionsausübung von 4,66 Mio. €. Des Weiteren beinhalten die sonstigen Verbindlichkeiten noch Earn-Out Verpflichtungen aus den Übernahmen der Unique Digital Marketing und der Hi-ReS! in Höhe von 1,95 Mio. € bzw. 2,00 Mio. €, die in 2010 bzw. 2011 zu leisten sind.

Der operative Cash Flow fiel in den ersten neun Monaten 2008 deutlich positiv aus und belief sich auf 5,76 Mio. € (VJ: 2,99 Mio. €). Die Investitionen in das Anlagevermögen lagen im Berichtszeitraum 2008 mit 1,26 Mio. € deutlich über den Abschreibungen von 0,46 Mio. €. Die hohen Investitionen sind im Zusammenhang mit dem Ausbau der Infrastruktur zu sehen. So fielen hier neben dem Aufbau der Niederlassung in Hamburg auch für den Umzug der unquedigital GmbH sowie für Infrastrukturmaßnahmen am Hauptsitz in Bad Homburg höhere Investitionen an. Zudem wurde der Kaufpreis für die Akquisition der Hi-ReS! von 1,93 Mio. € im ersten Quartal 2008 entrichtet. Für die Dividendenzahlung flossen darüber hinaus liquide Mittel in Höhe von 1,21 Mio. € in 2008 ab.

Wachstumsaussichten und Strategie

Ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie ist der weitere Ausbau der Kreativkompetenz, insbesondere für den wachstumsstarken Bereich des Web Designs. Ein wichtiger Schritt in diese Richtung wurde bereits mit der Akquisition des Londoner Design Studios Hi-ReS! im Januar 2008 vollzogen. Zudem wurden mit der neuen Kreativabteilung in Hamburg, die mittlerweile 15 Mitarbeiter beschäftigt, sowie durch die Einstellung eines neuen Direktors im Kreativbereich, die Weichen für den weiteren Ausbau des Kreativ-Know-How gelegt.

Das laufende Geschäftsjahr kann erste positive Ergebnisse dieser strategischen Ausrichtung aufweisen. In Kooperation mit Hi-ReS! konnte dabei die Syzygy AG aus allen großen Ausschreibungsverfahren als Sieger hervorgehen. Unter anderem konnte somit der größte Diamantenproduzent und –händler der Welt, De Beers, für sich gewonnen werden. Zudem vergab Jägermeister Syzygy AG seinen internationalen Online-Etat. Unserer Ansicht nach sollten sich diese Budgets jährlich auf einen siebenstelligen Eurobetrag belaufen. Auch zukünftig soll die gestiegene Kreativkompetenz zur Akquisition weiterer Kunden genutzt werden.

Im Bereich des margenstärkeren Onlinemarketings, werden in der Regel keine Jahresverträge abgeschlossen. Auch unterliegen die Umsätze in diesem Geschäftsfeld aufgrund von Saisonalitäten einer höheren Volatilität. Dennoch hat sich der Markt für Onlinemarketing, trotz rückläufiger Umsätze des gesamten Werbemarktes, als äußerst wachstumsstark gezeigt. Auch im Szenario einer Konjunkturabschwächung sollte der eingeschlagene Wachstumskurs nicht verlassen werden. Weiterhin lassen Budgetabwanderungen aus den klassischen Werbemedien hin zu den Onlinemedien eine geringere Sensitivität des Onlinemarktes gegenüber kundenseitigen Budgetkürzungen erkennen.

Mit der Zusammenführung der ehemaligen GFEH mbH und der Unique Digital Marketing Ltd. unter einem Markennamen unquedigital sollen die Kompetenzen im Bereich des Onlinemarketing, besser ausgenutzt werden. Erste Erfolge können bereits an der Gewinnung des größten Privatsenders und gleichzeitig größten Werbetreibenden im Bereich Suchmaschinenmarketing in Großbritannien Bsky ersehen werden. Zudem konnte im laufenden Geschäftsjahr mit Littlewoods, einer der größten Versandhändler in Großbritannien, ein weiterer Großkunde gewonnen werden. Somit wurde das überproportionale Wachstum dieses Segmentes vorangetrieben. Die Ausweitung von Marketingmaßnahmen im Bereich des Onlinemarketings soll die Akquise von Neukunden unterstützen.

Anorganisches Wachstum kann die Syzygy AG durch die immer noch überdurchschnittlich hohe finanzielle Ausstattung ohne Weiteres vorantreiben. Eine Verstärkung beider Geschäftsbereiche Web Design oder/ und Onlinemarketing erscheint denkbar, wobei wir den regionalen Schwerpunkt in den Kernmärkten Großbritannien und Deutschland sowie in Osteuropa sehen. Weitere Akquisitionen sehen wir derzeit als opportunistisches Szenario zur Verstärkung der Kernkompetenzen.

Prognose und Modellannahmen

Nachdem die Syzygy AG mit Vorlage des Neunmonatsberichtes 2008 erneut Rekordumsätze vermelden konnte, unterstellen wir für das verbliebene letzte Quartal dieses Geschäftsjahres eine positive Fortführung der Aktivitäten. In diesem Zusammenhang erwarten wir Umsätze in Höhe von 31,17 Mio. €, was einem Umsatzanstieg in Höhe von 14,0 % gegenüber dem Vorjahr gleichkommt. Ein wichtiger Treiber hierfür wird neben den erwarteten stabilen Umsätzen im Segment Web Design, die saisonal geprägten Umsätze des Segmentes Onlinemarketing sein. Erwartungsgemäß sollte es hier vor dem Hintergrund der anstehenden Weihnachtsfeiertage zu einer Erhöhung der Werbeaktivitäten von Kundenseite kommen.

Die dynamische Marktentwicklung des Onlinewerbemarktes vergangener Jahren sollte aber vor allem vor dem Hintergrund einer sich abkühlenden wirtschaftlichen Entwicklung zunächst an Schwung verlieren. Zudem führt vor allem der Einstieg klassischer Werbeagenturen in den Onlinebereich zu einer zunehmenden Professionalisierung dieses Werbemarktes, so dass ein Gewinn weiterer Marktanteile zunehmend schwieriger wird. Diesem Umstand tragen wir mit unseren Umsatzschätzungen für das kommende Jahr Rechnung. Hier gehen wir für das Geschäftsjahr 2009 von einem Umsatzanstieg in Höhe von 10,0 % auf dann 34,29 Mio. € aus.

Nicht mit berücksichtigt haben wir in unserer Prognose ein mögliches anorganisches Wachstum, das bei einer derzeitigen Cashausstattung in Höhe von 24,40 Mio. € jederzeit möglich ist.

Entsprechend der positiven Fortführung der Geschäftsaktivitäten der Syzygy AG erwarten wir für das laufende Jahr ein EBITDA in Höhe von 5,74 Mio. €. Dies entspricht einer EBITDA-Marge von 18,4 %, die wir vor dem Hintergrund leicht rückläufiger Kosten, hier insbesondere aufgrund wegfallender Mehraufwendungen für Messeauftritte im Bereich der Vertriebs- und Marketingkosten, als realistisch ansehen. Einen zunehmenden Margendruck aufgrund eines stärker werdenden Wettbewerbes haben wir in unseren Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2009 ebenfalls berücksichtigt. Hier gehen wir von einem EBITDA in Höhe von 5,87 Mio. € aus, was einer EBITDA-Marge von 17,1 % entspricht. Gleichzeitig markiert diese EBITDA-Marge das von uns langfristig anvisierte Niveau.

Der Abnahme der Abschreibungen im laufenden Geschäftsjahr sollte im kommenden Jahr ein leichter Anstieg auf Niveau des Geschäftsjahres 2007 folgen. Für 2008 erwarten wir Abschreibungen in Höhe von 0,60 Mio. €, die in 2009 auf 0,70 Mio. € ansteigen sollten. Demzufolge erwarten wir in 2008 ein EBIT in Höhe von 5,14 Mio. € (EBIT-Marge: 16,5 %) sowie ein EBIT von 5,17 Mio. € im Geschäftsjahr 2009 (EBIT-Marge: 15,1 %).

Der Rückgang des Finanzergebnisses in den ersten drei Quartalen 2008 ist vor allem auf die Sonderausschüttung im Vorjahr sowie auf die getätigten Akquisitionen und den dadurch geringeren Bestand an liquiden Mitteln zurückzuführen. Auf Gesamtjahresbasis erwarten wir ein Finanzergebnis in Höhe von 0,95 Mio. €. Eine abnehmende Tendenz sollte im Folgejahr bedingt durch die Optionsausübung für den vollständigen Erwerb der unquedigital GmbH mit einem Finanzergebnis in Höhe von 0,90 Mio. € zu beobachten sein.

Das Konzernergebnis sollte sich unter der Annahme eines konzernwei-

ten Steuersatzes von 32,0 % auf 4,14 Mio. € für das Geschäftsjahr 2008 und auf 4,13 Mio. € für das Geschäftsjahr 2009 belaufen.

Die Syzygy AG hält derzeit 51 % der Anteile an der unquedigital GmbH und 80 % an Hi-ReS!. In 2008 gehen wir von einem Ergebnisanteil anderer Gesellschafter in Höhe von 0,74 Mio. € aus. Dieser Posten wird jedoch im kommenden Jahr mit der geplanten Aufstockung der Beteiligung an unquedigital GmbH auf 100 % erheblich geringer ausfallen. In 2009 gehen wir demnach von einem Rückgang auf 0,15 Mio. € aus.

Damit liegt der von uns erwartete Jahresüberschuss in 2008 bei 3,40 Mio. €, was einem Gewinn pro Aktie (EPS) von 0,28 € entspricht. Für das kommende Geschäftsjahr 2009 prognostizieren wir einen Anstieg des Jahresüberschusses von 16,9 % auf dann 3,98 Mio. €. Das EPS beläuft sich dann auf 0,33 €.

Die Dividendenpolitik der Syzygy AG hat in den letzten Jahren eine annähernd 50%ige Ausschüttungsquote der Aktionäre ermöglicht. Wir haben eine Fortführung dieser Dividendenpolitik angenommen und rechnen daher mit Dividendenzahlungen von 0,13 € je Aktie (2008) respektive 0,16 € je Aktie in 2009.

Des Weiteren erwarten wir, dass die Syzygy AG im laufenden Jahr einen deutlich positiven Cash Flow erzielen wird. Der freie Cash Flow des nächsten Jahres wird vor allem durch die geplante Optionsausübung zum Erwerb von 49 % der Anteile an unquedigital GmbH belastet sein. Zudem bestehen noch Earn-Out-Verpflichtungen aus dem Erwerb der Töchter Unique Digital in Höhe von 1,95 Mio. € und der Hi-ReS! in Höhe von 2,00 Mio. €. Mit Fälligkeit 2010 und 2011 werden diese Earn-Out-Verpflichtungen, die wir im Rahmen unseres DCF-Modells als Investitionen in Goodwill berücksichtigen, ebenfalls den Free-Cash-Flow belasten.

Bewertung

DCF Bewertung

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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,0 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,4 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,4 %.

Kapitalkosten von
11,4 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,4 %
Gewicht in %	100,0 %
Fremdkapitalkosten	4,5 %
Gewicht in %	0,0 %
Taxshield in %	25,0 %
WACC	11,4 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	4,0 %
EBITDA-Marge	17,0 %
Steuerquote	32,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	8,3 %
Umsatz zu OAV	13,2
Abschreibungen vom OAV	29,2 %

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0 %
Kapitalrendite	65,0 %

Discounted Cashflow-Modell

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 und 2009 in Phase 1 (siehe Seiten 25-26), erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen im Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 17,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % 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 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 4,84 €**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario Syzygy AG								
in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	31,17	34,29	35,66	37,08	38,57	40,11	41,72	
Umsatzveränderung	13,96%	10,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	2,00%
EBITDA-Marge	18,43%	17,12%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	17,00%	
Abschreibungen/Zuschreibungen	-0,60	-0,70	-0,70	-0,79	-0,82	-0,85	-0,89	
Abschreibungen vom OAV	26,86%	29,17%	29,17%	29,17%	29,17%	29,17%	29,17%	
EBITA	5,14	5,17	5,36	5,52	5,74	5,97	6,21	
EBITA-Marge	16,50%	15,08%	15,04%	14,88%	14,88%	14,88%	14,88%	14,88%
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%	32,00%
EBI (NOPLAT)	3,50	3,52	3,65	3,75	3,90	4,06	4,22	
Working Capital	2,49	2,70	2,96	3,08	3,20	3,33	3,46	
Working Capital zu Umsatz	7,99%	7,87%	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%	8,30%	
Operatives Anlagevermögen	2,23	2,40	2,70	2,81	2,92	3,04	3,16	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	13,95	14,29	13,21	13,21	13,21	13,21	13,21	
Investiertes Kapital (IK)	4,73	5,10	5,66	5,89	6,12	6,37	6,62	
Kapitalrendite	80,10%	74,41%	71,49%	66,28%	66,28%	66,28%	66,28%	65,03%
Free Cashflows:								
EBITDA	5,74	5,87	6,06	6,30	6,56	6,82	7,09	
Steuern auf EBITA	-1,65	-1,65	-1,72	-1,77	-1,84	-1,91	-1,99	
Investitionen in OAV	-1,16	-0,87	-1,00	-0,90	-0,93	-0,97	-1,01	
Veränderung des Working Capital	0,20	-0,21	-0,26	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
Investitionen in Goodwill	0,00	-4,66	-1,95	-2,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	3,14	-1,52	1,13	1,53	3,67	3,81	3,97	46,43

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	11,17	9,29	11,86	12,08
Barwert des Continuing Value	19,65	21,88	24,37	27,13
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	30,82	31,18	36,23	39,21
Nettoschulden (Net debt)	-22,92	-25,80	-23,61	-23,76
Barwert aller Optionsrechte	-0,58	-0,64	-0,72	-0,80
Wert des Eigenkapitals	53,16	56,33	59,13	62,17
Fremde Gewinnanteile	-0,64	-0,68	-0,71	-0,75
Wert des Aktienkapitals	52,52	55,66	58,42	61,42
Ausstehende Aktien in Mio.	12,08	12,08	12,08	12,08
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,35	4,61	4,84	5,09

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e
Dividendenzahlung	-1,208	-1,570	-1,933	-1,933
Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	0,95	0,90	0,94	0,95

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
Kapitalrendite	61,0%	5,05	4,87	4,71	4,56	4,44
	63,0%	5,13	4,94	4,77	4,62	4,49
	65,0%	5,20	5,01	4,84	4,68	4,55
	67,0%	5,28	5,08	4,90	4,74	4,60
	69,0%	5,36	5,15	4,96	4,80	4,66

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,84 €

Fazit

Die Syzygy AG als europäische Agenturgruppe für interaktives Marketing bietet seinen Kunden mit Niederlassungen in Frankfurt, Hamburg und London ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum rund um unternehmensrelevante Internetlösungen. Dabei kann die Syzygy AG mit den Geschäftsbereichen Webdesign und Onlinemarketing eine Vielzahl namhafter Kunden für sich vorweisen. Die Umsetzung von Online-Kampagnen, Microsites und Enterprise Portalen im Rahmen des Webdesign, sowie die Entwicklung von Strategien zur Steigerung der Werbeeffizienz im Internet durch das Onlinemarketing bilden dabei die Kernkompetenzen der Syzygy AG. Diese Kompetenzen wurden in der Vergangenheit durch den Erwerb neuer Töchter laufend ausgebaut.

Die Syzygy AG ist in einem Marktumfeld tätig, das basierend auf der Zunahme der Internetnutzer in den für die Syzygy relevanten Regionen Deutschland und Großbritannien, von einem starken Wachstum geprägt ist. Während verschiedene Studien eine Stagnation des Gesamtwerbemarktes in Deutschland sowie einen leichten Rückgang in Großbritannien prognostizieren, soll der Online-Werbemarkt seinen positiven Trend fortsetzen und weiterhin Zuwächse im zweistelligen Bereich aufweisen.

Von diesem Trend konnte die Syzygy AG bereits in der Vergangenheit mit einem stetigen Wachstum profitieren. So konnten die Umsätze zwischen 2003 und 2007 von 14,74 Mio. € auf 27,35 Mio. € fast verdoppelt werden. Auch bei der Entwicklung der operativen Ergebnisse und der Margensituation konnte die Syzygy AG in den letzten Jahren kontinuierliche Verbesserungen erreichen. In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2008 konnte der eingeschlagene Wachstumspfad mit einem Umsatzzanstieg von 17,5 % auf 23,16 Mio. € (9M 2007: 19,71 Mio. €) erneut fortgesetzt werden. Dieser Umsatzverbesserung folgt ein EBIT von 3,81 Mio. €, was im Vergleich zum Vorjahreszeitraum einer überproportionalen Verbesserung von 64,8 % entspricht (9M 2007: 2,31 Mio. €). Zudem verfügt die Syzygy über eine gesunde Eigenkapitalausstattung und hohe liquide Mittel, die der Gesellschaft die finanziellen Freiräume gewähren, auch in Zukunft das Wachstum durch Akquisitionen zu beschleunigen.

Ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie ist der weitere Ausbau der Kreativkompetenzen, insbesondere für den Geschäftsbereich des Web Designs. Mit dem Erwerb des Londoner Designstudios Hi-ReS! wurde bereits ein erster Schritt in diese Richtung gemacht. Zudem sollte Syzygy mit dem dynamischen Geschäftsbereich Onlinemarketing vom starken Marktwachstum dieses Segmentes profitieren. Daher erwarten wir für das laufende Jahr 2008 Umsätze von 31,17 Mio. € sowie für das kommende Geschäftsjahr 2009 Umsätze von 34,29 Mio. €. Aufgrund eines schärferen Wettbewerbes im Onlinemarketing sehen wir für diesen Geschäftsbereich im Geschäftsjahr 2009 vorsichtig rückläufige Margen. Wir erwarten für 2008 ein EBIT in Höhe von 5,14 Mio. € (EBIT-Marge: 16,5 %) sowie ein EBIT von 5,17 Mio. € im Geschäftsjahr 2009 (EBIT-Marge: 15,1 %).

Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir ein 2009er Kursziel von 4,84 € je Aktie ermittelt. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 2,90 € je Aktie entspricht dies einem Potenzial von über 40,1 %. Wir stufen die Syzygy AG daher im Rahmen der Initial Coverage Studie mit dem Rating „KAUFEN“ ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben 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 andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 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) 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.
- (6) 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.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Finanzanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 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