

12.08.2009

Syzygy AG<sup>(5)\*</sup>

**KAUFEN**

**Kursziel:**  
**4,97 €**

Kurs zum 12.08.2008,  
11:00 Uhr, XETRA:  
3,48 €

**Letztes Rating  
(Kursziel):**  
KAUFEN / 5,01 €  
14.04.2009

**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.net

Web: www.syzygy.net

\*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 13

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Onlinemedien

**Fokus:** Web Design, Onlinemarketing

**Mitarbeiter:** 268 (30.06.2009)

**Firmensitz:** Bad Homburg, D

**Vorstand:** Marco Seiler (Vorsitz)  
Frank Wolfram

WKN: 510480

ISIN: DE0005104806

Börsenkürzel: SYZ

Anzahl Aktien: 12,08 Mio.

Marktkap.: 39,50 Mio. €

Streubesitz: 65,2 %

52 W Hoch: 3,70 €

52 W Tief: 2,41 €

Durchs. Tagesvolumen : 21.120 €



In Mio. €	2007	2008	2009e	2010e
Bruttoergebnis	27,35	31,71	30,45	36,13
EBITDA / Marge	4,08 14,9%	5,86 18,5%	4,74 15,6%	5,80 16,1%
EBIT / Marge	3,37 12,3%	5,16 16,3%	4,02 13,2%	5,06 14,0%
Jahresüberschuss	2,57	3,63	3,94	4,17
In €				
Gewinn je Aktie*	0,21	0,30	0,33	0,35
Dividende je Akt. / Rendite	0,10 2,9%	0,15 4,3%	0,16 4,6%	0,17 4,9%
Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,72	0,49	0,51	0,43
EV/EBITDA	4,84	2,65	3,28	2,68
EV/EBIT	5,86	3,01	3,86	3,07
KGV	16,33	11,58	10,67	10,07
KBV (EK-Basis zum 31.12.2008)		3,05		

**Highlights:**

- Halbjahreszahlen genau im Rahmen der Erwartungen: stabile Umsätze, Ergebnis etwas unter Margendruck
- Bilanz ist mit einer hohen Eigenkapitalquote von 64,2 % sehr solide
- Syzygy AG profitiert von einer zunehmenden Internetnutzung und Budgetabwanderung von den klassischen Medien in den Onlinebereich
- Prognosen für die Jahre 2009 und 2010 bestätigt
- Aktie hat weiterhin deutliches Kurspotenzial und ist eine attraktive Depotbeimischung

# Unternehmen

## Profil

Syzygy ist eine europäische Agenturgruppe für interaktives Marketing. Der Konzern besteht aus der Syzygy AG als geschäftsführende Holding sowie den sechs Tochtergesellschaften, die als operative Einheiten das Beratungs- und Dienstleistungsgeschäft ausüben. Dem Konzernkreis gehören folgende Tochtergesellschaften an: Syzygy Deutschland GmbH, Syzygy UK Ltd., unquedigital GmbH (ehemalig: Gesellschaft für elektronischen Handel mbH), Unique Digital Marketing Ltd., Mediopoly Ltd. sowie seit dem 15. Januar 2008 das Design Studio Hi-ReS!

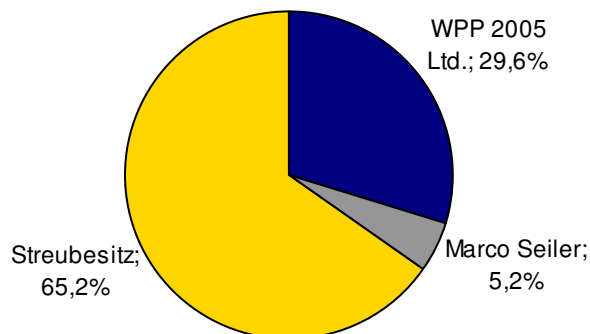
Mit den Niederlassungen in Frankfurt, Hamburg und London bietet der Konzern europäischen Großunternehmen ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum rund um unternehmensrelevante Internet-Lösungen: von der strategischen Planung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung. Suchmaschinenmarketing und Online Media Planung komplettieren das Serviceangebot des Syzygy-Konzerns. 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 IT, Handel und Konsumgüter sowie Medien und Unterhaltung, zählt Syzygy eine Vielzahl namhafter Kunden wie Daimler, Mazda, Avis, Deutsche Bank, Comdirect, Ferrero, Fleurop, Dolce & Gabbana, Chanel, Jägermeister uva. zum Kundenkreis.

## Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WPP Ltd.	29,6 %
Marco Seiler	5,2 %
Streubesitz	65,2 %
Summe	100 %

**Aktionärsstruktur**



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Quelle:

## Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2009

in Mio. Euro	1. HJ 2008	Δ zum VJ	1. HJ 2009
Umsatz	14,84	+ 1,0 %	14,99
<i>davon in Deutschland</i>	7,59	+ 6,7 %	8,10
<i>davon in GB</i>	7,53	+ 3,3 %	7,78
EBITDA	2,81	- 12,4 %	2,46
EBIT	2,51	- 15,0 %	2,13
Konzernergebnis	1,67	+ 22,7 %	2,05
EPS in Euro	0,14	+ 22,7 %	0,17

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

## **Umsatzentwicklung - 1. Halbjahr 2009**

Im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres 2009 konnte die Syzygy AG eine erneut stabile Entwicklung der Umsatzerlöse ausweisen und damit unsere im Vorfeld postulierten Erwartungen voll erfüllen. Im Gegensatz zu einer allgemein sichtbaren Konjunkturschwäche, die die Medienbranche in Form rückläufiger Werbebudgets belastete, kann im Onlinemarketing lediglich eine Abschwächung der Wachstumsdynamik, wie unterschiedliche Studien belegen, ersehen werden. Dies belegen auch die veröffentlichten Zahlen der Syzygy AG, die im ersten Halbjahr 2009 Bruttoumsatzerlöse in Höhe von 39,56 Mio. € ausweisen konnte. Der Vergleich zum Vorjahr, als sich die Bruttoumsätze auf 35,87 Mio. € beliefen, zeigt mit einem Plus von 10,3 % die ungebrochen hohe Dynamik auf.

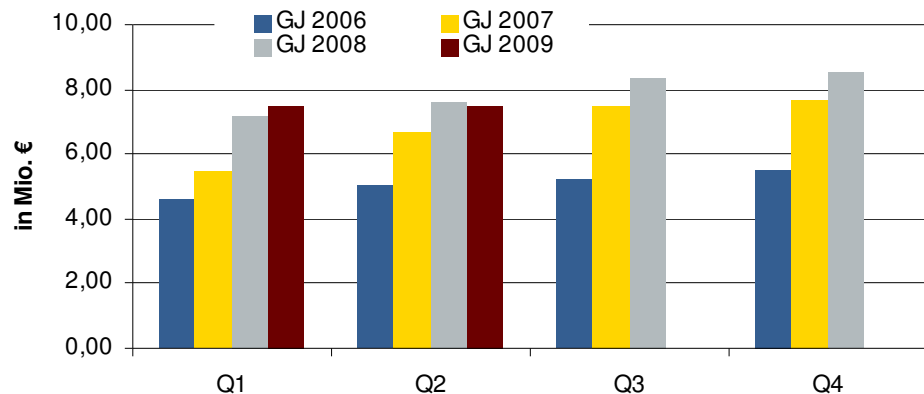
Die Nettoumsätze der Gesellschaft konnten die Entwicklung der Bruttoumsätze (Billings) hingegen nicht widerspiegeln. Hauptsächlich aufgrund veränderter Vergütungsmodelle mit Vermarktungspartnern im Online Marketing, stiegen die Nettoumsatzerlöse um 1,0 % auf 14,99 Mio. € nur marginal an (1.HJ 2008: 14,84 Mio. €). In der isolierten Betrachtung zeigt das zweite Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 7,51 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahresquartal einen Rückgang von 1,7 % (Q2 2008: 7,64 Mio. €) auf.

Nach Regionen aufgeteilt konnte das deutsche Segment einen von Konsolidierungskosten unbereinigten Umsatzzuwachs von 6,7 % auf 8,10 Mio. € (1.HJ 2008: 7,59 Mio. €) verzeichnen. Parallel hierzu stiegen die Erlöse in Großbritannien von 7,53 Mio. € auf 7,78 Mio. € und damit mit 3,3 % weniger dynamisch an. In dieser Entwicklung findet sich der starke Geschäftsbereich „Onlinemarketing“ in Großbritannien wieder, der aber aufgrund volatilerer Margen weniger zu den Nettoumsatzerlösen der Gesellschaft beitrug. Gleichzeitig zeigt die regionale Aufspaltung der Umsatzerlöse einen hohen Umsatzanteil, der in britischen Pfund fakturiert wird. Demnach unterliegt die Syzygy AG Wechselkursschwankungen, die das abgelaufene erste Halbjahr belasteten. Während in der Vorperiode ein Umrechnungskurs von 1,29 €/£ zugrunde gelegt wurde, reduzierte sich dieser im laufenden Geschäftsjahr auf 1,12 €/£. Bei konstanten Währungskursen wäre das Konzernwachstum um 7 Prozentpunkte höher ausgefallen.

In der weiteren Segmentbetrachtung erwirtschaftete die Syzygy AG mit dem Geschäftsbereich „Design & Build“ Umsatzerlöse in Höhe von 11,67 Mio. €.

Im Vorjahresvergleich konnten diese demnach um 10,1 % erhöht werden (1.HJ 2008: 10,60 Mio. €). Insgesamt beläuft sich damit der Anteil dieses Segmentes an den Gesamtumsätzen auf 77,9 % (1.HJ/08: 71,7%). Parallel hierzu reduzierten sich die Umsätze des zweiten Geschäftsbereiches „Onlinemarketing“ von 4,51 Mio. € (1.Halbjahr 2008) auf 3,76 Mio. € in 2009 und damit um 16,6 %. Dies deutet auf den bereits angesprochenen gestiegenen Margendruck und die veränderten Vergütungssysteme von Kooperationspartnern hin.

### Quartalsentwicklung der Umsätze 2006-2008



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung - 1. Halbjahr 2009

Die mit den Umsatzerlösen direkt verbundenen Einstandskosten der erbrachten Leistungen stiegen auf Halbjahresbasis von 9,23 Mio. € auf 10,36 Mio. € um 12,2 % überproportional an. Hieraus kann eine vorsichtige Strategie der Syzygy AG herausgelesen werden, welche im Zuge der unsicheren Marktbedingungen in einem zunehmenden Maße freie Mitarbeiter beschäftigt hat. Zur Bewältigung von Auftragsspitzen wurde der feste Mitarbeiterstamm durch den Einsatz von durchschnittlich 20 Freelancern, die eine höhere Kostenquote verursacht haben, verstärkt. Isoliert betrachtet belief sich diese Kostenposition im zweiten Quartal 2009 auf 5,25 Mio. € und lag damit um 8,9 % über dem Niveau des Vorjahres von 4,82 Mio. € (Q2 2008).

In Folge reduzierte sich im ersten Halbjahr 2009 das Bruttoergebnis der Syzygy AG von 5,61 Mio. € um 17,4 % auf 4,63 Mio. €. Die hiermit korrespondierende Bruttomarge sank ebenfalls auf 30,9 % (1.HJ 2008: 37,8 %).

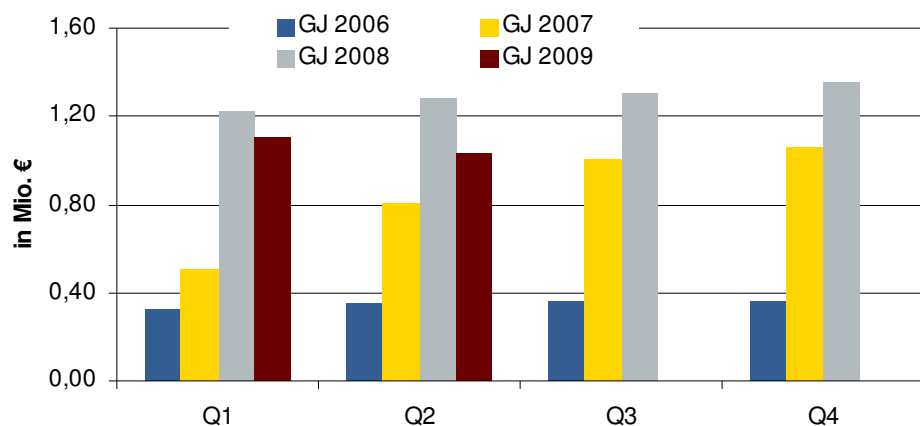
Im Gegensatz dazu reduzierten sich die Vertriebs- und Marketingaufwendungen sowie die allgemeinen Verwaltungskosten in 2009 deutlich um 17,6 % auf insgesamt 2,64 Mio. € (1.HJ 2008: 3,21 Mio. €). Aufwendungen für Akquisitionen belasteten in diesem Zusammenhang das Vorjahresergebnis. Eine Situation, die auch im Quartalsvergleich gut sichtbar wird. Demnach zeigte das Q2/2009 im Vorjahresvergleich ebenfalls eine deutliche Reduzierung in Höhe von 15,9 % auf 1,34 Mio. € (Q2 2008: 1,59 Mio. €) auf. Das sonstige Ergebnis der Syzygy AG in Höhe von 0,15 Mio. € lag leicht über dem Vorjahreswert von 0,11 Mio. €.

Unter Berücksichtigung der angestiegenen Kostenquote konnte das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) nicht an das Vorjahresniveau anknüpfen. Dementsprechend kommt ein EBITDA von 2,46 Mio. € einer Reduktion in Höhe von 12,4 % gleich (1.HJ 2008: 2,81 Mio. €). Ebenfalls rückläufig zeigte sich in diesem Zusammenhang das zweite Quartal 2009, das sich mit einem EBITDA in Höhe von 1,21 Mio. € gegenüber dem Vorjahr um 16,1 % reduzierte.

Die Abschreibungen betragen im Halbjahr 2009 0,33 Mio. € und lagen damit erwartungsgemäß in etwa auf dem Niveau des Vorjahres (1.HJ 2008: 0,30 Mio. €).

Demnach entwickelte sich auch das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) mit 2,13 Mio. € wie erwartet rückläufig (1.HJ 2008: 2,51 Mio. €). Die hiermit einhergehende und auf den Umsatz bezogene EBIT-Marge von 14,2 % (1.HJ 2008: 16,9 %) liegt aber ebenfalls genau im Rahmen unserer Erwartungen. Diese Kennzahl spiegelt dabei sowohl eine verschärfte Konkurrenz und damit einen zunehmenden Margendruck im Onlinemarketingmarkt, aber auch konjunkturelle Effekte, die im Zuge eines Einsatzes freier Mitarbeiter einen Kostenanstieg nach sich zogen, wider.

Quartalsentwicklung des EBIT 2006-2008



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Dividendenzahlung in Höhe von 1,81 Mio. € sowie die Auszahlung der restlichen Kaufpreisverbindlichkeiten für die Tochtergesellschaft unquedigital GmbH waren für die etwas verringerte Liquiditätsbasis des Unternehmens auf 17,78 Mio. € (1.HJ 2008: 25,15 Mio. €) verantwortlich. Da jedoch dieser Mittelabfluss Ende der Berichtsperiode stattfand, erzielte die Syzygy AG ein Finanzergebnis in Höhe von 0,54 Mio. € und damit 5,4 % mehr als im Vorjahreszeitraum (1.HJ 2008: 0,51 Mio. €).

Der auf der Hauptversammlung beschlossene Ergebnisabführungsvertrag mit der unquedigital GmbH erlaubt es der Syzygy AG, nun die Verlustvorträge auf Basis der Holding geltend zu machen. Dementsprechend niedrig fielen die Steuerbelastungen mit einem Betrag von 0,62 Mio. € (1.HJ 2008: 0,97 Mio. €) aus. In Folge dessen stieg im ersten Halbjahr 2009 das Periodenergebnis auf 2,05 Mio. € und fiel im Vergleich zum Vorjahr somit sogar um 22,7 % höher aus (1.HJ/08: 1,67 Mio. €). In der abgelaufenen Periode fielen zudem keine Minderheitenanteile mehr an, während hier noch im Vorjahr 0,38 Mio. € das Ergebnis reduzierten. Das Ergebnis je Aktie (EPS) beläuft sich damit auf 0,17 € (1.HJ 2008: 0,14 €).

## **Bilanzielle Betrachtung zum 30.06.2009**

Erwartungsgemäß kann die bilanzielle Situation der Syzygy AG auch zum Stichtag 30.06.2009 als sehr solide eingeschätzt werden. Hierfür spricht in erster Linie ein Eigenkapital in Höhe von 34,05 Mio. €, das gegenüber dem Geschäftsjahresende 2008 um 6,8 % zugenommen hat. In Verbindung mit einer ebenfalls rückläufigen Bilanzsumme von 53,01 Mio. € (31.12.2008: 60,75 Mio. €) verfügt die Gesellschaft über eine sehr komfortable Eigenkapitalquote von 64,2 % (31.12.2008: 52,5 %).

Weiterhin war das Fremdkapital der Syzygy AG von einem merklichen Rückgang gekennzeichnet. Die mit den ausstehenden Kaufpreiszahlungen in Verbindung stehenden sonstigen Verbindlichkeiten reduzierten sich im Zuge dieser Zahlungen von 12,58 Mio. € (31.12.2008) auf 6,64 Mio. €. Flankiert wird diese Entwicklung auch von einer Auflösung von Steuerrückstellungen in Höhe von 2,28 Mio. €, die den Bestand des Fremdkapitals ebenfalls reduzierten. Insgesamt belaufen sich die Verbindlichkeiten der Syzygy AG auf 18,97 Mio. € und lagen damit um 34,3 % unter dem Niveau des Geschäftsjahres 2008 (31.12.2008: 28,86 Mio. €).

Im Wesentlichen ist der Rückgang der Aktivseite der Bilanz der Syzygy AG auf die Reduzierung der liquiden Mittel zurückzuführen. Hier bewirkten sowohl Dividendenzahlungen in Höhe von 1,81 Mio. € als auch die Kaufpreiszahlung für den Erwerb der restlichen Anteile an der Tochtergesellschaft uniquedigital GmbH, insgesamt eine Minderung der Liquiditätsbasis. Nachdem die Gesellschaft zum Ende des Geschäftsjahres 2008 über liquide Mittel in Höhe von 26,21 Mio. € verfügte, beläuft sich der aktuelle Bestand auf 17,78 Mio. €. Das langfristige Vermögen der Syzygy AG in Höhe von 21,35 Mio. € weist nahezu keine Veränderungen auf (31.12.2008: 20,78 Mio. €). Dementsprechend zeigt die Gesellschaft eine Bilanzsumme in Höhe von 53,01 Mio. € auf, die sich im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2008 um 12,7 % reduziert hat (31.12.2008: 60,75 Mio.€).

## **Entwicklung des Cashflow zum 30.06.2009**

Der operative Cashflow der Syzygy AG war einerseits vom positiven Periodenergebnis beeinflusst, andererseits belastete der Anstieg des Working Capital auf ein Normalniveau von 1,80 Mio. € (31.12.2008: -2,62 Mio. €). Dementsprechend belief sich der operative Cashflow auf -2,07 Mio. €, nachdem die Gesellschaft zum Ende des Geschäftsjahres 2008 5,49 Mio. € ausweisen konnte.

Die Kaufpreiszahlung der restlichen Anteile der Tochtergesellschaft unique digital GmbH in Höhe von 5,56 Mio. € führte zu einem Cashflow aus Investitionstätigkeit von -4,54 Mio. € (31.12.2008: -3,92 Mio. €). Demzufolge summiert sich der freie Cashflow auf -6,61 Mio. € (31.12.2008: 1,52 Mio. €).

## Prognose und Modellannahmen

Der von der Syzygy AG veröffentlichte Halbjahresbericht 2009 hat eine operative Entwicklung aufgezeigt, die etwa genau im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen ist. Auch wenn die aktuellen Tendenzen des Marktes für Onlinewerbung auf eine Verlangsamung der bisher gesehenen Dynamik hindeuten, so sind wir davon überzeugt, dass die Syzygy AG mit ihren Tochtergesellschaften für die aktuelle Situation hervorragend gerüstet ist.

In diesem Zusammenhang werten wir den Ausbau der Kreativkompetenz, der zugleich ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie der Syzygy AG darstellt, als ein positives Zeichen. Der Kauf des Londoner Design Studios Hi-ReS! hat bereits zum Gewinn einiger großer Ausschreibungsverfahren beigetragen. So konnten unter anderem Onlineetats mit De Beers und Jägermeister vereinbart werden.

Zudem sollte die Syzygy AG von einer künftigen zunehmenden Internetnutzung in Deutschland und Großbritannien profitieren können. Trotz der derzeit gut erkennbaren Konjunkturschwäche und damit einer Reduzierung der Werbebudgets, sollten sich Budgetabwanderungen aus den klassischen Werbemedien hin zu den Onlinemedien auf den weiteren Geschäftsverlauf der Syzygy AG positiv auswirken. Die Automobilbranche als einer der größten Kunden der Gesellschaft ist zwar derzeit von einer sehr vorsichtigen Disposition der Werbebudgets gekennzeichnet, dennoch sollten die anderen Sektoren sowie ein stabiles Geschäft mit den Bestandskunden dies kompensieren.

Aufgrund der derzeitigen schwierigen Konjunkturlage haben wir unsere Prognosen für das Jahr 2009 leicht reduziert. Wir erwarten bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2009 einen Rückgang der Umsatzerlöse in Höhe von 4,0 % auf 30,45 Mio. €. Aufgrund einer zunehmenden Professionalisierung des Onlinewerbemarktes, aber auch aufgrund eines konjunkturbedingten höheren Kostendruckes aus dem Einsatz freier Mitarbeiter, erachten wir einen EBIT-Margenrückgang auf 13,2 % und damit ein EBIT in Höhe von 4,02 Mio. € als ein realistisches Szenario. Für 2010 erwarten wir unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 36,13 Mio. € und damit eine Wachstumsquote von 18,7 %. Hauptsächlich sollte diese Entwicklung durch die Gewinnung von Neukunden zu bewerkstelligen sein, da sich die Syzygy AG weiterhin in einer guten sehr Positionierung befindet, um gegen den Wettbewerb zu bestehen. In dieser Schätzperiode gehen wir zudem von einer Verbesserung der Rentabilität aus, was eine EBIT-Marge in Höhe von 14,0 % und damit ein EBIT in Höhe von 5,06 Mio. € nach sich ziehen sollte.

Ergänzend haben wir in unserem DCF-Modell einen Anstieg des Working Capital berücksichtigt, der zum 30.06.2009 auf das Normalniveau von 1,80 Mio. € zurückgekehrt ist. Zum Ende des Geschäftsjahres 2008 belief sich das Working Capital aufgrund eines hohen Anteils von erhaltenen Anzahlungen noch auf -2,28 Mio. €. Dieses hatten wir in unserer Anno-Studie vom 14.04.09 als Basis für unser DCF-Modell herangezogen. Wir nehmen den nun gemeldeten Anstieg des Umlaufvermögens zum Anlass und sehen damit ein langfristiges Working Capital bezogen auf den Umsatz in Höhe von 6,1 % als eine realistische Kenngröße an.

Weiterhin lassen wir die künftigen Earn-out Zahlungen und Optionsverpflichtungen aus den Akquisitionen der Tochtergesellschaften Unique Digital Marketing Ltd. sowie Hi-ReS! nicht außer Acht. In diesem Zusammenhang gehen wir von 3,00 Mio. € in 2010 respektive 2,00 Mio. € in 2011 aus, die den freien Cashflow reduzieren werden.

## 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 die derzeitige Umlaufrendite verwendet. Diese beträgt derzeit ca. 3,25 % (bisher: 3,00 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,26 % (bisher: 11,01 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus Umlaufrendite). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,26 % (bisher 11,01 %).

Kapitalkosten von  
11,26 % ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	11,26 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	4,50 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	25,00 %
<b>WACC</b>	<b>11,26 %</b>



## Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	14,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	28,5%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	6,1%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	30,45	36,13	37,58	39,08	40,64	42,27	43,96	45,72	
US Veränderung	-4,0%	18,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	14,17	13,90	13,19	13,19	13,19	13,19	13,19	13,19	
EBITDA	4,74	5,80	6,39	6,64	6,91	7,19	7,47	7,77	
EBITDA-Marge	15,6%	16,1%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	4,02	5,06	5,65	5,83	6,07	6,31	6,56	6,82	
EBITA-Marge	13,2%	14,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%
Steuern auf EBITA	-0,89	-1,52	-1,69	-1,75	-1,82	-1,89	-1,97	-2,05	
zu EBITA	22,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	3,13	3,54	3,95	4,08	4,25	4,42	4,59	4,78	
Kapitalrendite	-1819,7%	89,7%	82,4%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%	79,5%	77,9%
Working Capital (WC)	1,80	2,20	2,29	2,38	2,48	2,57	2,68	2,78	
WC zu Umsatz	5,9%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	
Investitionen in WC	-4,07	-0,40	-0,09	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,15	2,60	2,85	2,96	3,08	3,21	3,33	3,47	
AFA auf OAV	-0,72	-0,74	-0,74	-0,81	-0,84	-0,88	-0,91	-0,95	
AFA zu OAV	33,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	
Investitionen in OAV	-0,77	-1,19	-0,99	-0,93	-0,96	-1,00	-1,04	-1,08	
Investiertes Kapital	3,95	4,80	5,14	5,34	5,56	5,78	6,01	6,25	
EBITDA	4,74	5,80	6,39	6,64	6,91	7,19	7,47	7,77	
Steuern auf EBITA	-0,89	-1,52	-1,69	-1,75	-1,82	-1,89	-1,97	-2,05	
Investitionen gesamt	-10,44	-4,59	-3,08	-1,02	-1,06	-1,10	-1,14	-1,19	
Investitionen in OAV	-0,77	-1,19	-0,99	-0,93	-0,96	-1,00	-1,04	-1,08	
Investitionen in WC	-4,07	-0,40	-0,09	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	
Investitionen in Goodwill	-5,60	-3,00	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-6,59	-0,31	1,62	3,88	4,03	4,19	4,36	4,54	51,22

	GJ 2009e	GJ 2010e
Wert operatives Geschäft	37,64	42,19
Barwert expliziter FCFs	13,38	15,20
Barwert des Continuing Value	24,26	27,00
Nettoschulden (Net debt)	-19,15	-17,81
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	56,79	60,00
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	56,79	60,00
Ausstehende Aktien in Mio.	12,078	12,078
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,70	4,97

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	11,3%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
73,9%	5,24	5,03	4,85	4,69	4,54
75,9%	5,31	5,10	4,91	4,74	4,59
77,9%	5,38	5,16	4,97	4,80	4,64
79,9%	5,45	5,22	5,03	4,85	4,69
81,9%	5,52	5,29	5,09	4,91	4,75

## Fazit

Als Agenturgruppe für interaktives Marketing mit den Geschäftsbereichen „Design & Build“ sowie „Onlinemarketing“ konnte sich die Syzygy AG von der derzeitigen Konjunkturschwäche weitestgehend unbeeindruckt zeigen. Die Basis hierfür wurde in erster Linie durch die Gewinnung einer Reihe namhafter Kunden, wie beispielsweise De Beers, ZDF oder Jägermeister gelegt, und die Gesellschaft befindet sich weiterhin in einer guten Position, die aktuelle Schwächeperiode gut zu überstehen.

Die Umsatzentwicklung des ersten Halbjahres 2009 untermauert diese Annahmen. Demzufolge konnten die Umsatzerlöse auf 14,99 Mio. € um 1,0 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum gesteigert werden (1.HJ/08: 14,84 Mio. €). Als Agenturgruppe mit den regionalen Schwerpunkten Deutschland und Großbritannien unterliegen die Umsätze der Syzygy AG jedoch Wechselkursschwankungen, die in der abgelaufenen Periode diese stabile Umsatzentwicklung belasteten. Während in der Vorperiode ein Umrechnungskurs von 1,29 €/£ zugrunde gelegt wurde, reduzierte sich dieser im laufenden Geschäftsjahr auf 1,12 €/£. Bei konstanten Währungskursen wäre das Konzernwachstum um 7 Prozentpunkte höher ausgefallen.

Insbesondere ein verstärkter Einsatz von freien Mitarbeitern zur Sicherung von Auftragsspitzen belastete die Rohmarge der Syzygy AG. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) fiel dementsprechend mit 2,13 Mio. € um 15,0 % unterhalb des Vorjahresniveaus (1.HJ/08: 2,51 Mio. €) aus. Dem folgt ein Rückgang der EBIT-Marge auf 14,2 %, nachdem im Vorjahr 16,9 % ausgewiesen werden konnten. Dennoch konnte die Gesellschaft eine erfreuliche Entwicklung des Periodenergebnisses vermelden. Ein stabiles Finanzergebnis sowie der positive Steuereffekt im Zusammenhang mit der Eingliederung der unquedigital GmbH in den Konzernkreis der Syzygy AG, ließen das Periodenergebnis auf 2,05 Mio. € und damit um 22,7 % (1.HJ/2008: 1,67 Mio. €) ansteigen. Hier wirkten sich zudem die weggefallenen Minderheitszahlungen auf das Ergebnis positiv aus.

Die Zahlen des ersten Halbjahres 2009 sind damit im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Dennoch haben wir unsere Prognosen für das Geschäftsjahr 2009 aufgrund des unsicheren Marktumfeldes leicht reduziert, für 2010 jedoch beibehalten. Unseres Erachtens sollte die Syzygy AG von einer künftigen zunehmenden Internetnutzung und von der bereits beobachteten Budgetabwanderung aus den klassischen Medien hin zu den Onlinemedien profitieren. Dementsprechend sehen wir Umsatzerlöse in Höhe von 30,45 Mio. € in 2009 und 36,13 Mio. € in 2010 als realistisch an. Damit erwarten wir ein EBIT von 4,02 Mio. € für das Jahr 2009 sowie für das kommende Geschäftsjahr 2010 von 5,06 Mio. €.

**Im Rahmen unserer DCF-Bewertung haben wir einen fairen Wert je Aktie auf Basis des Jahres 2010 in Höhe von 4,97 € ermittelt. Damit hat sich der von uns in der Researchstudie (Anno) vom 14.04.2009 ermittelte faire Wert (Basis 2009) von 5,01 € je Aktie leicht reduziert. Darin kommt die Anhebung unserer Working Capital-Schätzung, die leichte Prognosereduzierung, als auch der leichte Anstieg des risikolosen Zinssatzes zum Ausdruck. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 3,48 € je Aktie entspricht dies einem Potenzial von 30,0 %. Wir stufen die Syzygy AG daher im Rahmen unserer Researchstudie (Update) 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 verwendet, 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), (7)**

**§ 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 Interessenskonflikte 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, Dipl. Betriebswirt (FH), 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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