



Researchstudie (Anno)



**Geschäftsjahr 2009 vor dem Hintergrund der
Krise und Sondereffekten gut gemeistert**

Kursziel: 5,00 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

Syzygy AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 5,00

aktueller Kurs: 3,55

12.4.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl³: 12,078

Marketcap³: 42,88

EnterpriseValue³: 21,95

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 65,2 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

HSBC T. & B.

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 250 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andy Stevens



Quelle: BIS

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, Unique Digital Marketing Ltd., Mediopoly Ltd. sowie 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. Zu den Kunden gehören AVIS, Chanel, Commerzbank, Daimler, Fleurop, Littlewoods, Mazda, Telefónica O2 Germany, ZDF und Jägermeister.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	31,71	28,83	29,41	32,35
EBITDA	5,86	4,27	4,68	5,49
EBIT	5,16	3,56	3,93	4,76
Jahresüberschuss	3,63	3,33	3,63	4,18

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,30	0,28	0,30	0,35
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,20	0,20

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,52	0,80	0,75	0,68
EV/EBITDA	2,79	5,14	4,69	4,00
EV/EBIT	3,17	6,17	5,59	4,61
KGV	11,81	12,87	11,82	10,27
KBV		1,20		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

29.04.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht

28.05.2010: Hauptversammlung

29.07.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht

29.08.2010: Small Cap Conference

29.10.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

6.11.2009: RG / 4,77 / KAUFEN

4.11.2009: RS / 4,77 / KAUFEN

21.9.2009: RS / KAUFEN

9.9.2009: RG / KAUFEN

12.8.2009: RS / 4,97 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Konsolidierungskreis der Syzygy AG.....	1

Markt und Marktumfeld

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Europa.....	2
Onlinewerbemarkt in Deutschland.....	2
Onlinewerbemarkt in Großbritannien.....	3

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	4
Geschäftsentwicklung 2009.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Kosten- und Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle Situation 2009.....	8
Entwicklung des Cashflow.....	8
Rentabilität und Ergebnisqualität.....	9
Prognose und Modellannahmen 2009.....	
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	11

Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten	12
Discounted Cashflow-Modell.....	13
Fazit	14

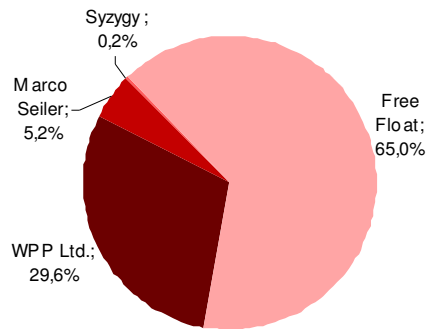
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	15
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	17

Unternehmen

Aktionärsstruktur

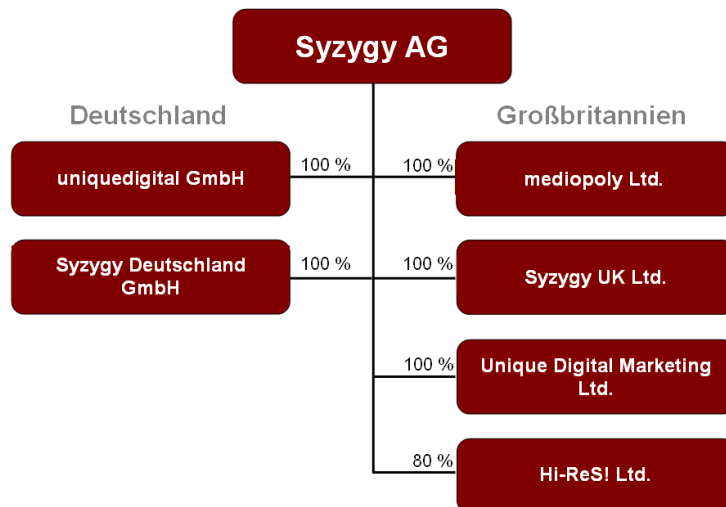
Anteilseigner in %	31.12.2008	31.12.2009
WPP Ltd.	29,6 %	29,6 %
Marco Seiler	5,2 %	5,2 %
Syzygy AG	0,2 %	0,2 %
Free Float	65,0 %	65,0 %



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Konsolidierungskreis der Syzygy AG

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. Dabei gehören dem derzeit umsatzstärkeren Geschäftsbereich „Design & Build“ die Tochtergesellschaften Syzygy Deutschland GmbH und Syzygy UK Ltd. an. Komplettiert wird dieser Geschäftsbereich durch den im Jahr 2008 getätigten Erwerb der Kreativschmiede Hi-ReSI. Dem Segment Online-Marketing sind die Tochtergesellschaften unikedigital GmbH sowie Unique Digital Marketing Ltd. zuzuordnen. Da die Gesellschaft mediopoly Ltd. 100 % der Anteile an Syzygy UK Ltd. hält, besteht zu dieser Gesellschaft eine indirekte Beteiligung.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Markt und Marktumfeld

Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Europa

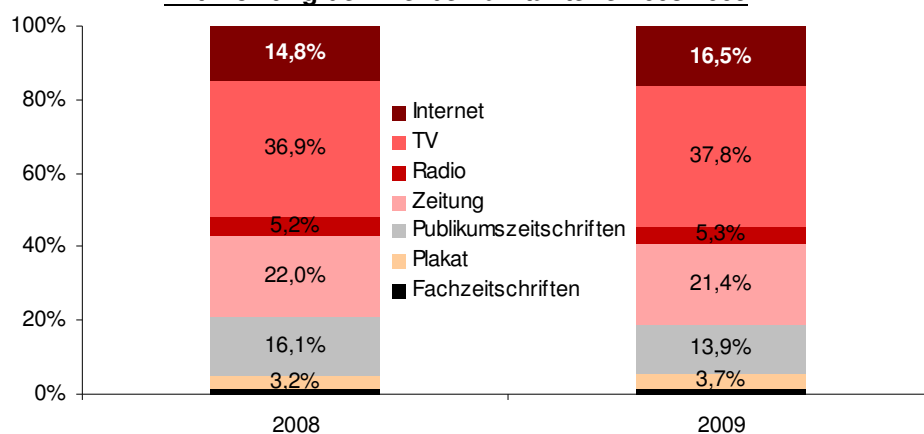
Nach dem wirtschaftlich schwersten Krisenjahr der Nachkriegsgeschichte befindet sich die Deutsche Wirtschaft in einer Phase der Bodenbildung, der nach Meinung führender Wirtschaftsinstitute ein leichter Wirtschaftsaufschwung folgen dürfte. Doch zunächst zeigt die Erholung der deutschen Wirtschaft noch Schwächen. So stagnierte im vierten Quartal 2009 das Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit einem Wachstum von 0,0 % auf dem Niveau des Vorquartals und setzt damit den zuvor gesehenen Aufwärtstrend der Vorquartale nicht fort. Trotz dieser Verlangsamung dürfte jedoch Deutschland im laufenden Jahr 2010 überdurchschnittlich zulegen. In 2009 hat sich das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland um 5,0 % verringert, für 2010 wird ein Wachstum von 1,5 % erwartet.

Das britische BIP hatte ebenfalls stark unter der Krise zu leiden und verringerte sich in 2009 ebenfalls um 5 %. Großbritannien hat aber derzeit entgegen dem allgemeinen europäischen Trend Probleme den Wachstumsimpulsen zu folgen. Erst im letzten Quartal 2009 konnte wieder ein leichtes Wachstum in Höhe von 0,3 % aufgezeigt werden. Für 2010 wird ein Wachstum von 1,4 % erwartet.

Onlinewerbemarkt in Deutschland - dynamisches, zweistelliges Wachstum

Das Internet als Werbemarkt konnte sich auch im Krisenjahr 2009 in Deutschland behaupten und weiter an Attraktivität gewinnen. Zwar konnte die Dynamik der Vorjahre nicht erreicht werden, dennoch errechnete der Online-Vermarkterkreis (OVK) im Bundesverband Digitale Wirtschaft Steigerungsraten von über 12 %. Damit stiegen die Bruttoinvestitionen in die klassische Online-Werbung von 1.923 Mio. € (2008) auf 2.168 Mio. € an. Unterstützt wird diese Entwicklung von einer zunehmenden Verbreitung des Internet in Deutschland. Laut der OVK-Studie „OVK Online Report 2010/01“ haben aktuell 44,4 Millionen Deutsche Zugang zum Internet, dies kommt einer Marktdurchdringung von über 67 % gleich. Das ist auch ein guter Erklärungsansatz, warum die Werbetreibenden immer mehr die Plattform des Internets bevorzugen. Wie aus der nachfolgenden Grafik entnommen werden kann, weist das Internet als Werbeträger die besten Steigerungsraten auf und ist auf dem besten Wege zum Leitmedium zu werden. Der aktuelle Anteil am Mediamix beläuft sich auf 16,5 % (GJ 08: 14,8 %).

Entwicklung der Werbemarktanteile 2008-2009



Quelle: OVK, GBC AG

Der aktuelle Trend wird von verschiedenen Seiten als nach wie vor intakt betrachtet. Demnach prognostiziert der Online-Vermarkterkreis (OVK) ein Wachstum des Onlinewerbemarktes in 2010 von 14 %. Das AdBarometer, eine europaweite Umfrage der European Interactive Advertising Association (EIAA), erachtet in 2010 für Deutschland sogar Wachstumswerte von 20 % als möglich. Auch wenn diese beiden Prognosen auseinandergehen, so zeigen sie deutlich, dass die Onlinewerbung weiterhin deutlich auf dem Vormarsch ist und die Dynamik der Vorjahre beibehalten dürfte.

Onlinewerbemarkt in Großbritannien - europaweit größter Markt für Onlinewerbung mit stabilem Wachstum

Großbritannien ist europaweit der größte Markt für Onlinewerbung. Dieser konnte laut der aktuellen Online Adspend Study des Internet Advertising Bureau (iab) im Jahr 2009 ein Wachstum von 4,2 % aufweisen. Insgesamt verdrängte das Internet damit das Fernsehen als bisher führendes Medium vom ersten Platz. Gleichzeitig wies das Internet in Großbritannien als Werbeträger als einziges Medium Zuwachsraten in der Krisenphase auf.

Auch in Großbritannien lässt sich die zunehmende Beliebtheit dieses Werbemediums auf eine sehr hohe Marktdurchdringung des Internets zurückzuführen. Insgesamt 92 % der britischen Bevölkerung hat dabei einen uneingeschränkten Online-Zugang, alleine das letzte Jahr hat hierzu mit einem Anstieg von 10 % gut beigetragen. Nicht zuletzt deshalb, aber auch vor dem Hintergrund einer möglichen Konjunkturerholung, dürfte der Onlinewerbemarkt in Großbritannien weitere Zuwächse verzeichnen. Erwartet wird hier für 2010 ein Wachstum von 10 %.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	in %	GJ 2009	in %	GJ 2010e	in %	GJ 2011e	in %
Umsatzerlöse	31,707	100,00 %	28,833	100,00 %	29,410	100,00 %	32,351	100,00 %
Einstandskosten	-21,244	-67,00 %	-19,718	-68,39 %	-19,910	-67,70 %	-21,675	-67,00 %
Bruttoergebnis	10,463	33,00 %	9,115	34,61 %	9,499	32,30 %	10,676	33,00 %
Vertriebs- und Marketingkosten	-2,442	-7,70 %	-2,251	-7,81 %	-2,400	-8,19 %	-2,590	-8,01 %
Allg. Verwaltungskosten	-3,327	-10,49 %	-3,776	-13,10 %	-3,540	-12,04 %	-3,780	-11,68 %
sonstige betr. Aufwendungen/ Eträge	0,469	1,48 %	0,468	1,62 %	0,380	1,29 %	0,450	1,39 %
EBIT	5,163	16,28 %	3,556	12,33 %	3,929	13,36 %	4,756	14,70 %
Finanzergebnis	0,964	3,04 %	1,338	4,64 %	1,250	4,25 %	1,210	3,74 %
Ergebnis vor Steuern	6,127	19,32 %	4,894	16,97 %	5,179	17,61 %	5,966	18,44 %
Steueraufwendungen	-1,860	-5,87 %	-1,563	-5,42 %	-1,554	-5,28 %	-1,790	-5,53 %
Minderheitenanteile	-0,637	-2,01 %	-	-	-	-	-	-
Jahresüberschuss	3,630	11,45 %	3,331	11,55 %	3,626	12,33 %	4,176	12,91 %

EBITDA	5,86	4,27	4,65	5,49
in %	18,5	14,8	15,8	17,0
EBIT	5,16	3,56	3,93	4,76
in %	16,3	12,3	13,4	14,7
Ergebnis je Aktie in €	0,30	0,28	0,30	0,35
Dividende je Aktie in €	0,15	0,20	0,20	0,20

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.12.2008	Bilanzstichtag: 31.12.2009
Operatives Anlagevermögen	2,103	2,182
Working Capital	-2,275	0,732
Nettovermögen	26,510	20,931
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,139	0,067
Finanzvermögen	26,649	20,998
Eigenkapitalquote in %	52,5	58,1
Gezeichnetes Kapital	12,078	12,078
Aktienanzahl	12,078	12,078
Bilanzsumme	60,745	61,715

* gemäß Berechnungen GBC

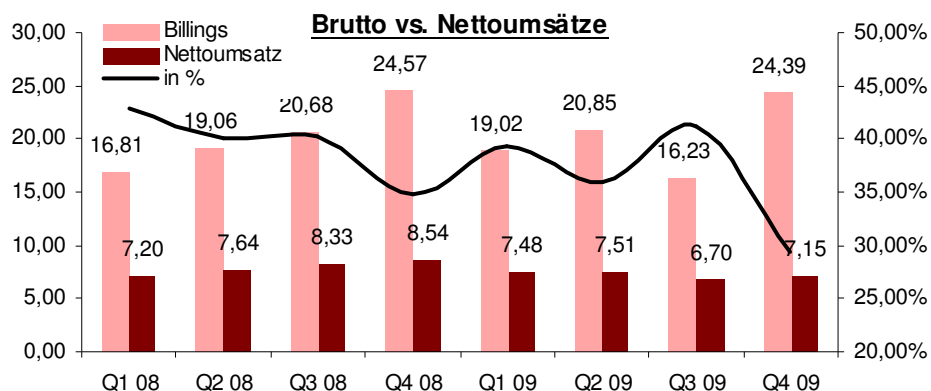
Geschäftsentwicklung 2009 - Vor dem Hintergrund von Währungseffekten, Sonderaufwendungen und Konjunkturinflüssen wurde ein ordentliches Ergebnis erzielt

In Mio. €	2008	Δ 2008/2009	2009
Umsatz	31,71	-9,1 %	28,83
<i>davon in Deutschland</i>	15,41	+4,9 %	16,16
<i>davon in UK</i>	16,86	-19,4 %	13,59
EBITDA	5,86	-27,2 %	4,27
EBITDA-Marge	18,5 %		14,8 %
EBIT	5,16	-31,1 %	3,56
EBIT-Marge	16,3 %		12,3 %
EAT (Jahresüberschuss)	3,63	-8,2 %	3,33
EPS	0,30	-8,2 %	0,28

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Bruttoumsätze stabil; Nettoumsätze durch Währungseffekt belastet

Die Syzygy AG weist mit Vorlage der Geschäftszahlen 2009 eine Reduktion der Nettoumsatzerlöse von 31,71 Mio. € (GJ 08) um 9,1 % auf 28,83 Mio. € aus. In der Betrachtung der Billings (Bruttoumsätze) kann hingegen eine stabile Entwicklung beobachtet werden. Hier liegt der Rückgang mit 0,8 % auf 80,49 Mio. € (GJ 08: 81,12 Mio. €) wesentlich niedriger. Diese Diskrepanz ist dabei hauptsächlich im Wegfall der Google-Provisionen im Geschäftsfeld Online Marketing begründet. Analog zur guten unterjährigen Entwicklung dieses Geschäftsbereiches und damit des Anstieges der Mediakosten (+ 4,5 %), reduzierte sich demnach das Verhältnis der Netto- zu den Bruttoumsatzerlösen. Deutlich sichtbar wird dies im Q4 2009, welches zwar dem saisonal typischen Verlauf mit den höchsten Billings folgte, dennoch aufgrund der dargestellten Situation mit Nettoumsätzen von 7,15 Mio. € unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 8,54 Mio. € ausfiel.

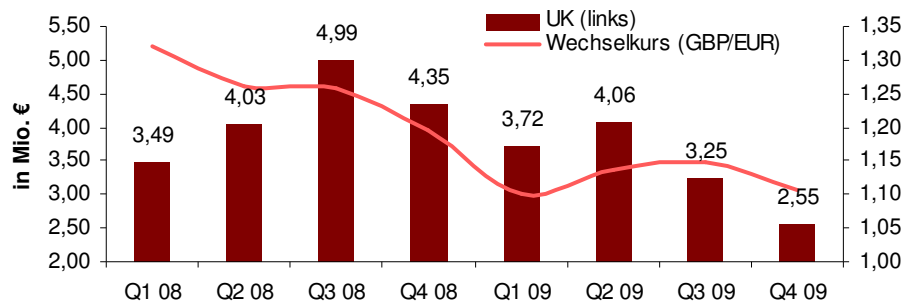


Quelle: Syzygy AG, GBC AG

Ein anderer maßgeblicher Faktor der Umsatzentwicklung liegt in der regionalen Ausrichtung der Syzygy AG. Da in etwa die Hälfte aller Umsätze in Großbritannien erzielt werden, unterliegt die Gesellschaft den Währungseinflüssen des Britischen Pfunds zum Euro. Dabei wurde in 2009 bereits zum dritten Jahr in Folge eine für die Syzygy AG ungünstige Entwicklung des Pfunds verzeichnet. In 2008 wurde ein durchschnittlicher Wechselkurs GBP/EUR von 1,26 zugrunde gelegt, dieser reduzierte sich im Geschäftsjahr 2009 auf 1,12. Daraus errechnen sich für 2009 negative Wechselkurseffekte in Höhe von rund 11,0 %.

In der regionalen Betrachtung wird demnach der deutliche Rückgang der Nettoumsätze in Großbritannien von 16,86 Mio. € (GJ 08) um 19,4 % auf 13,59 Mio. € gut belegt. Bei gleichen Wechselkursen hätte hier die Gesellschaft lediglich einen Rückgang auf 15,28 Mio. €

Umsätze UK mit Wechselkursentwicklung



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

und damit in Höhe von 9,4 % aufweisen müssen. Desweiteren resultiert der Rückgang aus einer schwachen Entwicklung des Design & Build-Geschäftes, was auf ein restriktives Ausgabeverhalten der Kunden zurückzuführen ist. In Deutschland konnten hingegen die Nettoumsätze von 15,41 Mio. € (GJ 08) um 4,9 % auf 16,16 Mio. € gesteigert werden. Im Gegensatz zu Großbritannien hatte hier das gute Design & Build-Geschäft einen maßgeblichen und positiven Einfluss.

Kosten- und Ergebnisentwicklung - Belastungen durch Sonderaufwendungen und Bilanzierungseffekt

In Mio. €	2008	Δ 2008/2009	2009
Einstandskosten	-21,24	-7,2 %	-19,72
Vertriebs- und Marketingkost.	-2,44	-7,8 %	-2,25
Allg. Verwaltungskosten	-3,32	+13,5 %	-3,78
Finanzergebnis	0,96	+38,8 %	1,34

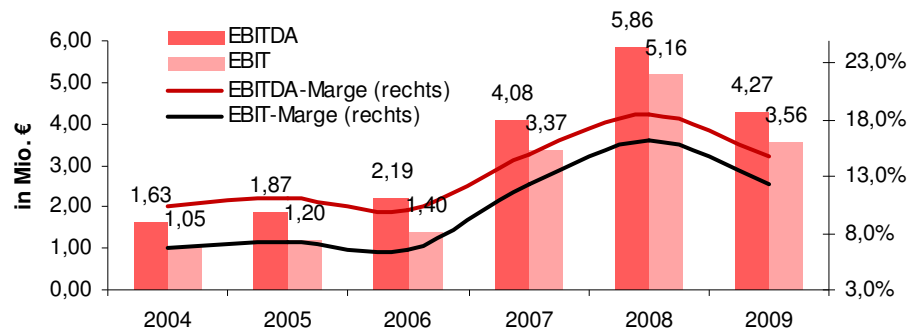
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Als größter Kostenblock haben sich die Einstandskosten der erbrachten Leistungen von 21,24 Mio. € (GJ 08) auf 19,72 Mio. € um 7,2 % gemindert. Diese Entwicklung lässt sich auf die bereits dargestellten rückläufigen Umsatzerlöse zurückführen. Da jedoch hier nur ein unterproportionaler Rückgang verzeichnet wurde, minderte sich dementsprechend der Rohertrag von 10,46 Mio. € (GJ 08) auf 9,12 Mio. €. Analog zu diesem Rückgang in Höhe von 12,9 % reduzierte sich auch die auf den Nettoumsatz bezogene Rohertragsmarge von 33,0 % (GJ 08) auf 31,6 %.

Der zweite wichtige Kostenblock der Gesellschaft, die Verwaltungskosten, waren in der abgelaufenen Berichtsperiode von Sondereinflüssen geprägt. Insgesamt stiegen die Kosten dieses Bereiches von 3,33 Mio. € (GJ 08) um 13,5 % auf 3,78 Mio. € deutlich an. Diesem Anstieg liegen dabei hauptsächlich Sonderaufwendungen für Restrukturierungen im Personalbereich bei der Tochtergesellschaft Syzygy UK Ltd. als auch die bereits erwähnten Währungseinflüsse zugrunde. Zugleich belastete ein negativer Bilanzierungseffekt, der sich in 2009 auf 0,30 Mio. € aufsummiert. Erstmals ergebnisrelevant wurden hier Währungskurseffekte im Zusammenhang mit den Earn-Out-Verpflichtungen für die Tochtergesellschaften Unique Digital Marketing Ltd. und Hi-ReS! verbucht. Zukünftig dürfte der Bilanzierungseffekt niedriger ausfallen, da mit der in 2010 anstehenden Zahlung des Earn-Outs für Unique Digital Marketing Ltd., die Basis für weitere Währungseffekte geringer wird.

Erfreulich hingegen ist die Entwicklung der Vertriebs- und Marketingkosten, die im Vergleich zum Vorjahr von 2,44 Mio. € (GJ 08) auf 2,25 Mio. € um 7,8 % reduziert wurden. Begründen lässt sich dies durch wegfallende Kosten für die Neupositionierung der beiden Online Marketinggesellschaften Unique Digital Marketing Ltd. und unquedigital GmbH, die das Vorjahr noch belasteten. Keine Änderung gab es hingegen bei den sonstigen betrieblichen Erträgen, die mit 0,47 Mio. € exakt auf dem Niveau des Vorjahres lagen.

Margenentwicklung



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Dementsprechend rückläufig gestaltete sich auch das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA), welches sich von 5,86 Mio. € (GJ 08) um 27,2 % auf 4,27 Mio. € reduzierte. Die hier korrespondierende und auf den Nettoumsatz bezogene EBITDA-Marge minderte sich analog dazu von 18,5 % (GJ 08) auf 14,8 %. Da ein wesentlicher Anteil der Sonderbelastungen zum Jahresende hin erst ergebniswirksam wurde, konnte das Q4 2009 mit einem EBITDA von 0,75 Mio. € (EBITDA-Marge: 10,5 %) nur unterproportional zum Ergebnis beitragen.

Bei weitestgehend stabilen Abschreibungen in Höhe von 0,72 Mio. € (GJ 08: 0,71 Mio. €) reduzierte sich das EBIT in gleicher Weise von 5,16 Mio. € (GJ 08) auf 3,56 Mio. €. Im Verhältnis zu den Nettoumsätzen lag die EBIT-Marge in 2009 bei 12,3 % (GJ 08: 16,3 %).

Wie in den Vorjahren verfügt die Syzygy AG über einen hohen Bestand an liquiden Mitteln, der sich zum Geschäftsjahresende 2009 auf 17,96 Mio. € summiert. Zugleich beläuft sich der Bestand langfristiger Wertpapiere auf 2,58 Mio. €. Hieraus, aber auch durch das Fehlen jeglicher Bankschulden, konnte die Gesellschaft in der abgelaufenen Berichtsperiode erneut ein positives Finanzergebnis erzielen. Gegenüber dem Vorjahr steigerte sich dieses von 0,96 Mio. € (GJ 08) deutlich um 38,8 % auf 1,34 Mio. €. Das Unternehmen profitierte von den guten Kapitalmarktbedingungen für festverzinsliche Wertpapiere und Unternehmensanleihen und generierte eine gute Rendite auf die vorhandenen Liquiditätsreserven in Höhe von 6,1 %.

Nach Abzug der Steuern in Höhe von 1,56 Mio. € (GJ 08: 1,86 Mio. €) erzielte die Gesellschaft einen Jahresüberschuss in Höhe von 3,33 Mio. €. Dieser lag somit um 8,2 % unterhalb des Vorjahreswertes von 3,63 Mio. €. Das Nachsteuerergebnis des Vorjahres wurde hierbei noch durch Auszahlungen für Minderheitenanteile in Höhe von 0,63 Mio. € gemindert. Diese blieben in der abgelaufenen Berichtsperiode aus, da die übrigen Anteile für uniquidigital GmbH vollständig erworben wurden. Das Ergebnis je Aktie (EPS) minderte sich unterm Strich von 0,30 € auf 0,28 €, was im Wesentlichen auf die bereits dargestellten Währungs- und Sondereffekte zurückzuführen ist. Vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise im Jahr 2009 und damit einhergehend eines restriktiven Ausgabeverhaltens der Kunden, ist das erzielte Ergebnis als zufriedenstellend zu werten.

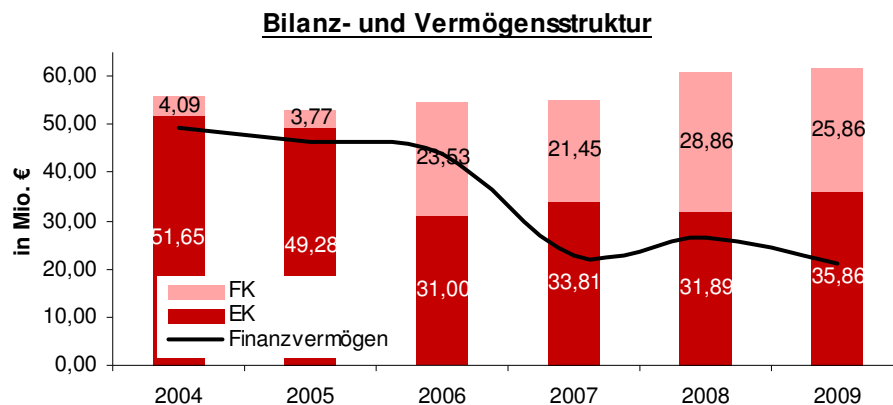
Es ist positiv hervorzuheben, dass die Gesellschaft vor dem Hintergrund einer guten Liquiditätsausstattung eine Anhebung der Dividendenzahlung auf 0,20 € plant. Dies würde dann einer guten Ausschüttungsquote von über 71,4 % gleichkommen.

Bilanzielle Situation 2009 - weiterhin sehr solide; Anstieg des Eigenkapitals; Liquidität nimmt planmäßig ab

Die Syzygy AG weist auch zum 31.12.2009 eine bilanziell sehr solide Ausstattung auf. Erfreulich ist hier der Anstieg der ohnehin hohen EK-Quote von 52,5 % (GJ 08) auf 58,1 %. Sowohl das gute Jahresergebnis als auch die positive Entwicklung der unrealisierten Gewinne aus Wertpapiergeschäften trugen gleichermaßen zu diesem Anstieg bei. Damit wurde das Eigenkapital von 31,89 Mio. € (GJ 08) auf 35,86 Mio. € angehoben.

Im Zuge der Auszahlung von Kaufpreisverbindlichkeiten für die Tochtergesellschaft unique-digital GmbH minderten sich die langfristigen und sonstigen Verbindlichkeiten deutlich von 12,58 Mio. € (GJ 08) auf 7,24 Mio. €. Parallel hierzu wird das gute Jahresendgeschäft durch einen Anstieg der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 10,75 Mio. € (GJ 08) auf 14,29 Mio. € sichtbar. Diese Position bildet dabei die von der Syzygy AG eingekauften Leistungen ab.

Auch die Aktivseite der Syzygy-Bilanz wird von der Auszahlung der Kaufpreisverbindlichkeiten für unquedigital GmbH beeinflusst. Der Mittelabfluss in Höhe von 5,60 Mio. € aber auch eine Dividendenauszahlung in Höhe von 1,81 Mio. € bewirken einen Rückgang der liquiden Mittel von 26,21 Mio. € (GJ 08) auf 17,96 Mio. €. Allerdings hat die Gesellschaft hier einen Teil der Liquidität in langfristige Wertpapiere in Höhe von 2,58 Mio. € investiert, so dass die finanziellen Mittel zum 31.12.2009 auf insgesamt 20,54 Mio. € summiert werden können.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Entwicklung des Cashflow - Anstieg des Working Capitals auf Normalniveau

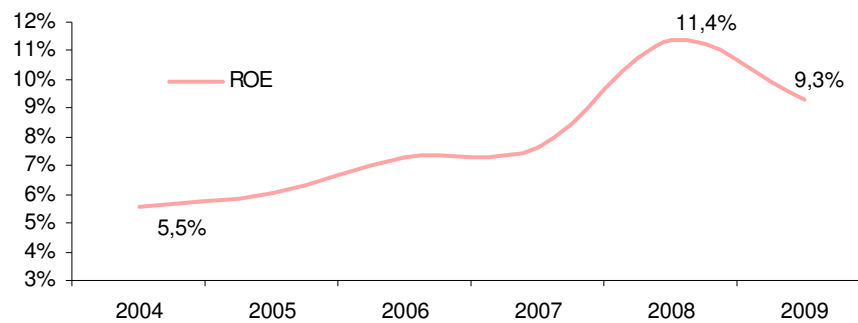
Der Anstieg des Working Capital hatte einen wesentlichen Einfluss auf die Höhe des operativen Cashflows. Dieser reduzierte sich deutlich von 9,55 Mio. € (GJ 08) auf 0,16 Mio. €. Allerdings muss man festhalten, dass der Wert des Vorjahres deutlich positiv vom Abbau des Nettoumlaufvermögens beeinflusst war. Das zum Jahresende aufgezeigte Niveau des angestiegenen Nettoumlaufvermögens erachten wir als Normalfall, so dass die Folgejahre keine Ausreißer des operativen Cashflows aufweisen sollten.

Insgesamt belaufen sich in 2009 die Auszahlungen für Investitionen ins immaterielle Vermögen und Sachanlagen (hierunter fallen die restlichen Kaufpreisverbindlichkeiten für unquedigital GmbH) auf 6,13 Mio. €. Im Zusammenspiel mit einer Umschichtung von Wertpapieren, die einen Nettozufluss von 2,55 Mio. € nach sich zog, beläuft sich der Cashflow aus Investitionstätigkeit auf -3,60 Mio. € (GJ 08: -3,97 Mio. €). Demnach reduzierte sich der freie Cashflow von 5,58 Mio. € (GJ 08) auf -3,44 Mio. €.

Rentabilität und Ergebnisqualität - leichte Reduktion der Kennzahlen

Das ROE (Return on Equity = EBIT/Eigenkapital) befindet sich in 2009 mit 9,3 % weiterhin auf einem hohen Niveau. Der Rückgang zum Vergleichszeitraum des Vorjahres lässt sich hauptsächlich auf das gestiegene Eigenkapitalniveau zurückführen. Dennoch ist das in 2010 erzielte ROE als gut zu werten.

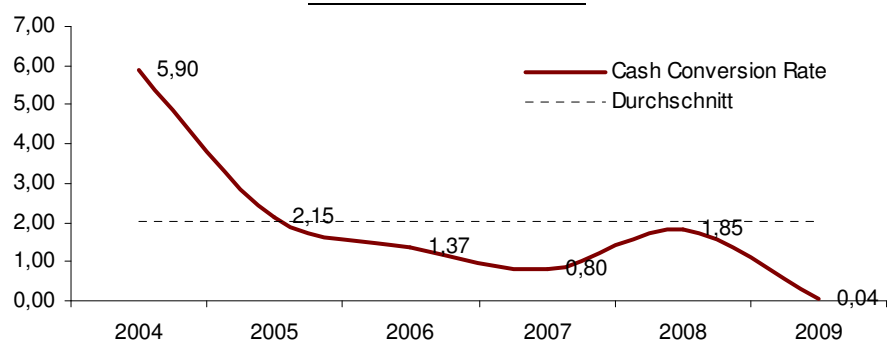
Rentabilitätsentwicklung



Quelle: GBC AG

Auch bei der Cash Conversion Rate (Cashflow operativ/EBIT) konnte die Gesellschaft mit 0,04 zwar nicht an das Vorjahresniveau von 1,85 anknüpfen. Jedoch waren in diesem Zusammenhang sowohl das Geschäftsjahr 2008 als auch die abgelaufene Berichtsperiode 2009 von Sondereffekten im Zusammenhang mit dem Ab- bzw. Aufbau des Working Capital beeinflusst. Durch den Wegfall dieser Sondereinflüsse sollte die Gesellschaft hier wieder zur gewohnten Stärke finden und eine Cash Conversion Rate in Richtung 1,0 erzielen. Dies erwarten wir in unseren Schätzungen bereits für das laufende Geschäftsjahr 2010

Cash Conversion Rate



Quelle: GBC AG

Prognose und Modellannahmen 2010

In Mio. €	2009	2010e alt	2010e neu	2011e
Umsatz (netto)	28,83	31,94	29,41	32,35
EBITDA	4,27	5,36	4,65	5,49
EBITDA-Marge	14,8 %	16,8 %	15,8 %	17,0 %
EBIT	3,56	4,62	3,93	4,76
EBIT-Marge	12,3 %	14,5 %	13,4 %	14,7 %

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Konjunkturbelebung und intakter Onlinemarkt sind eine gute Basis; 2010 eher flat, 2011 dynamisches Wachstum erwartet

Nach dem wirtschaftlich schwierigen Jahr 2009 erwarten die führenden Wirtschaftsinstitute für das laufende Geschäftsjahr 2010 wieder eine Entspannung der Lage, die sich nach aktuellen Prognosen in einem Wirtschaftswachstum in Höhe von jeweils 1,5 % (Deutschland) sowie 1,4 % (Großbritannien) niederschlagen sollte. Für die Syzygy AG sind diese Erwartungen insofern von zentraler Bedeutung, da die Entwicklung der Gesellschaft stark von den Marketingbudgets der Unternehmen abhängt. Das Geschäftsjahr 2009 war dabei noch von einer restriktiven Vergabe von Werbebudgets geprägt. Zudem verstärkt wurde dieser Effekt, da ein Großteil der Kunden der Syzygy AG aus den von der Finanzkrise besonders betroffenen Branchen stammt.

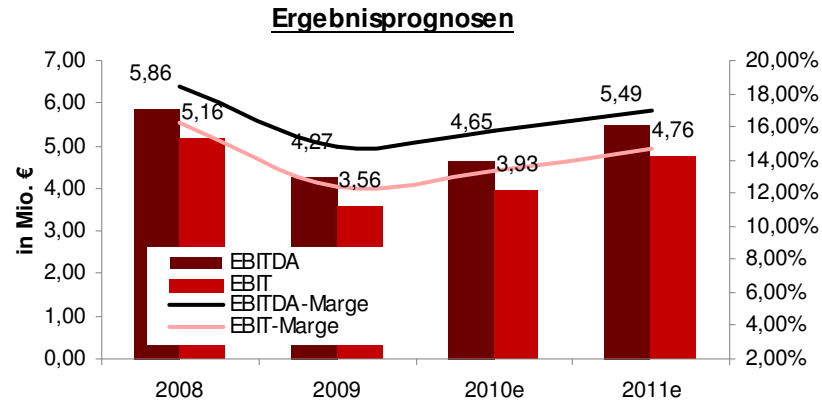
So wurden in 2009 noch 30 % der Umsätze mit Kunden aus der Automobilbranche generiert, die Finanzbranche war für 12 % der Umsatzerlöse verantwortlich. Die Syzygy AG dürfte demnach als Dienstleister dieser Kunden von einer Entspannung der Lage profitieren, auch wenn diese Effekte sich im Rahmen einer möglichen Konjunkturerholung erst mit einer zeitlichen Verzögerung einstellen sollten. Zugleich profitieren sollte die Gesellschaft von einer Konsolidierung der Agenturenlandschaft, die derzeit besonders in Großbritannien anzutreffen ist.

Ohnehin ist die Gesellschaft unseres Erachtens gut aufgestellt, um an einer weiterhin dynamischen Entwicklung des Onlinemarktes zu partizipieren. In diesem Zusammenhang werden Wachstumsraten zwischen 14 % und 20 % (Deutschland) sowie 10 % (Großbritannien) erwartet. Weiterhin erwarten wir eine Verstärkung der internationalen Ausrichtung der Gesellschaft, die je nach Möglichkeit entweder über Partnerschaften, neue Vertriebsniederlassungen oder der Akquisition kleinerer Agenturen zu bewerkstelligen wäre. In diesem Zusammenhang erwähnenswert ist die Ende des letzten Geschäftsjahres eingegangene Kooperation mit der polnischen Kreativagentur Ars Thanea, die in unseren Augen einen weiteren Schritt in eine internationalere Ausrichtung darstellt. Das erklärte Ziel eines anorganischen Wachstums lässt sich vom aktuellen Standpunkt aus jedoch noch schwer in Zahlen fassen, so dass wir unsere folgenden Schätzungen auf Basis der aktuellen Unternehmensstruktur ausformuliert haben.

Für das laufende Geschäftsjahr 2010 prognostizieren wir daher konservativ mit 29,41 Mio. € eine weitestgehend stabile Umsatzentwicklung. Dies ist im Wesentlichen auf Nachzieheffekte zurückzuführen, denn als Dienstleister dürfte die Syzygy AG erst mit einer kleinen Verzögerung von einer weiteren Konjunkturerholung profitieren. Somit reduzieren wir unsere bisherige Prognose in Höhe von 31,94 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir jedoch eine Entspannung der Lage und die Gesellschaft dürfte auch wieder große Vertragsabschlüsse vermelden. Daher gehen wir dann von einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % aus und erwarten damit Umsatzerlöse von 32,35 Mio. €.

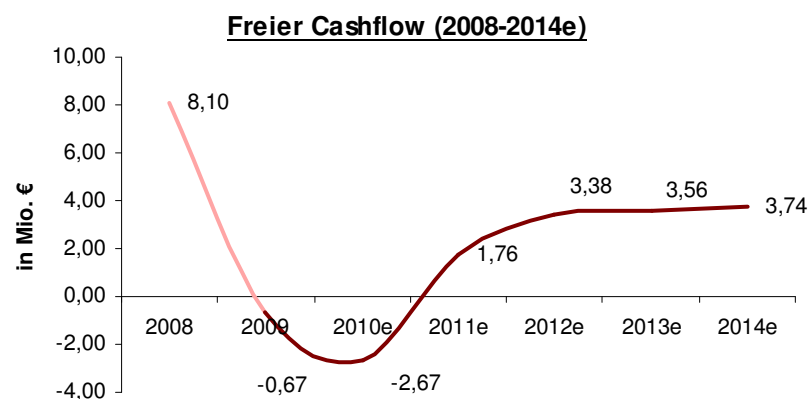
Ergebnisprognosen - Steigerung für 2010 und 2011 erwartet

Weiterhin sollte die Gesellschaft in der Lage sein, alle relevanten Ergebnisgrößen gegenüber 2009 zu verbessern. Unsere Prognosen berücksichtigen eine geringere Belastung aus Währungseinflüssen, aber auch den Wegfall von Sondereffekten. Demnach sollte ein EBITDA in Höhe von 4,65 Mio. € (EBITDA-Marge: 15,8 %) eine realistische Prognose sein. Gegenüber der abgelaufenen Berichtsperiode 2009 kommt dies einem EBITDA-Wachstum von 9,0 % gleich. Für 2011 sehen wir ebenfalls unter einer konservativen Herangehensweise ein EBITDA von 5,49 Mio. € (EBITDA-Marge: 17,0 %) als möglich an.



Quelle: GBC AG

Unterm Strich müsste damit die Syzygy AG für die kommenden zwei Geschäftsjahre ein Nachsteuerergebnis von 3,63 Mio. € (2010e) respektive 4,18 Mio. € (2011) ausweisen. Gemäß dieser Prognose beläuft sich das Ergebnis je Aktie (EPS) auf 0,30 € (2010e) und 0,35 € (2011e). Hier haben wir gleichzeitig einen Rückgang des Finanzergebnisses berücksichtigt, da das Geschäftsjahr 2009 aufgrund der guten Marktbedingungen für festverzinsliche Wertpapiere und Unternehmensanleihen eine Sonderstellung einnimmt. Zudem wird es noch in 2010 im Zusammenhang mit der Earn-Out-Zahlung für Unique Digital Marketing Ltd. zu einem Mittelabfluss in Höhe von 5,24 Mio. € kommen. Ebenfalls haben wir für 2011 die Earn-Out-Zahlung für die Tochtergesellschaft Hi-ReS! in Höhe von 0,95 Mio. € berücksichtigt. Diese Transaktionen werden unseres Erachtens den freien Cashflow (siehe Grafik) der weiteren Schätzperioden (ab 2011) entlasten und stabilisieren.



Quelle: GBC AG

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. 3,00 % (bisher: 3,30 %).

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 1,457.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,01 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,01 % (bisher 11,29 %).

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,01 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	0,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	0,00 %
WACC	11,01 %

Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 13/14), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 5,00 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 17,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,01 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 5,00 €** (bisher 4,77 €). Die Kurzielerhöhung resultiert wesentlich aus den niedrigeren Kapitalkosten aufgrund des gesunkenen risikolosen Zinssatzes.

Szygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	15,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	28,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	29,41	32,35	33,97	35,67	37,45	39,32	41,29	43,35	
US Veränderung	2,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	13,37	13,94	13,86	13,86	13,86	13,86	13,86	13,86	
EBITDA	4,65	5,49	5,77	6,06	6,37	6,68	7,02	7,37	
EBITDA-Marge	15,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	3,93	4,76	5,11	5,37	5,63	5,92	6,21	6,52	
EBITA-Marge	13,4%	14,7%	15,1%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,18	-1,43	-1,53	-1,61	-1,69	-1,77	-1,86	-1,96	
	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,75	3,33	3,58	3,76	3,94	4,14	4,35	4,57	
Kapitalrendite	94,4%	107,4%	96,2%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	95,8%	94,0%
Working Capital (WC)	0,90	1,40	1,47	1,54	1,62	1,70	1,79	1,88	
WC zu Umsatz	3,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Investitionen in WC	-0,17	-0,50	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,20	2,32	2,45	2,57	2,70	2,84	2,98	3,13	
AFA auf OAV	-0,72	-0,73	-0,66	-0,70	-0,73	-0,77	-0,81	-0,85	
AFA zu OAV	32,7%	31,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	28,5%	
Investitionen in OAV	-0,74	-0,85	-0,79	-0,82	-0,86	-0,90	-0,95	-1,00	
Investiertes Kapital	3,10	3,72	3,92	4,12	4,32	4,54	4,77	5,00	
EBITDA	4,65	5,49	5,77	6,06	6,37	6,68	7,02	7,37	
Steuern auf EBITA	-1,18	-1,43	-1,53	-1,61	-1,69	-1,77	-1,86	-1,96	
Investitionen gesamt	-6,14	-2,30	-0,86	-0,89	-0,94	-0,98	-1,03	-1,09	
Investitionen in OAV	-0,74	-0,85	-0,79	-0,82	-0,86	-0,90	-0,95	-1,00	
Investitionen in WC	-0,17	-0,50	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	
Investitionen in Goodwill	-5,24	-0,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,67	1,76	3,38	3,56	3,74	3,93	4,12	4,33	56,83

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	43,35	46,36
Barwert expliziter FCFs	16,00	16,01
Barwert des Continuing Value	27,35	30,36
Nettoschulden (Net debt)	-17,09	-17,65
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	60,44	64,01
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	60,44	64,01
Ausstehende Aktien in Mio.	12,078	12,078
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,00	5,30

Kapitalkostenermittlung :

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

WACC 11,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
90,0%	5,37	5,12	4,90	4,71	4,55
92,0%	5,44	5,18	4,95	4,76	4,59
94,0%	5,50	5,23	5,00	4,81	4,63
96,0%	5,56	5,29	5,05	4,85	4,67
98,0%	5,62	5,34	5,10	4,90	4,71

Fazit

Jahr 2009 solide gemeistert; Umsatz- und Ergebniswachstum in 2010/2011 erwartet; gutes Kurspotenzial von über 40 %; attraktive Dividende von 0,20 €

Trotz der konjunkturell schwierigen Phase konnte sich die Syzygy AG in der abgelaufenen Berichtsperiode 2009 verhältnismäßig stabil entwickeln. Mit Vorlage der Geschäftsjahreszahlen weist die Gesellschaft eine Reduktion der Nettoumsätze in Höhe von 9,1 % auf 28,83 Mio. € aus. Ein maßgeblicher Faktor der aktuellen Umsatzentwicklung liegt in der regionalen Ausrichtung der Syzygy AG.

Da in etwa die Hälfte aller Umsätze in Großbritannien erzielt werden, unterliegt die Gesellschaft den Währungseinflüssen des Britischen Pfunds zum Euro. Dabei wurde in 2009 bereits zum dritten Jahr in Folge eine für die Syzygy AG ungünstige Entwicklung des Pfunds verzeichnet. In 2008 wurde ein durchschnittlicher Wechselkurs GBP/EUR von 1,26 zugrunde gelegt, dieser reduzierte sich im Geschäftsjahr 2009 weiter auf 1,12. Daraus errechnen sich für 2009 negative Wechselkurseffekte in Höhe von rund 11,0 %. Ohne diese Effekte hätte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 30,52 und damit lediglich eine Reduktion in Höhe von 3,8 % ausweisen können.

Als Folge dessen aber auch aufgrund von Sonderaufwendungen und eines bilanziellen Sondereffektes reduzierte sich das EBITDA um 27,2 % auf 4,27 Mio. €. Teilweise aufgefangen wurde dieser Effekt vom guten Finanzergebnis. Unterm Strich weist die Gesellschaft in 2009 ein Nachsteuerergebnis von 3,63 Mio. € (EPS: 0,28 €) aus, welches um 8,2 % unterhalb des Vorjahres lag.

Die Syzygy AG ist unseres Erachtens weiterhin sehr gut aufgestellt, um an einer weiterhin dynamischen Entwicklung des Onlinewerbemarktes zu partizipieren. In diesem Zusammenhang werden Markt-Wachstumsraten zwischen 14 % und 20 % (Deutschland) sowie 10 % (Großbritannien) erwartet. Weiterhin von diesen Aussichten profitieren könnte die Gesellschaft auch durch eine Verstärkung der internationalen Ausrichtung. Denkbar wären hier Partnerschaften, neue Vertriebsniederlassungen oder die Akquisition kleinerer Agenturen. In diesem Zusammenhang erwähnenswert ist die Ende des letzten Geschäftsjahres eingegangene Kooperation mit der polnischen Kreativagentur Ars Thanea.

Für das laufende Geschäftsjahr 2010 prognostizieren wir konservativ mit 29,41 Mio. € eine weitestgehend stabile Umsatzentwicklung. Dies ist im Wesentlichen auf Nachzieheffekte zurückzuführen, denn als Dienstleister dürfte die Syzygy AG erst mit einer kleinen Verzögerung von einer möglichen Konjunkturerholung profitieren. Für 2011 erwarten wir eine weitere Entspannung der Konjunkturlage wovon die Syzygy AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % (32,35 Mio. €) profitieren sollte. Zudem sollten alle relevanten Ergebnisgrößen verbessert werden können (EPS 2010e: 0,30 €; EPS 2011e: 0,35 €). Für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 wird eine Dividendenanhebung auf 0,20 € vorgeschlagen, was für als positiv einschätzen, da die Gesellschaft über eine üppige Liquiditätsausstattung verfügt. Schließlich sollte die hohe Liquidität der Syzygy AG auch in den kommenden Geschäftsjahren weiterhin für die Aktionäre hohe Ausschüttungsquoten ermöglichen.

Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Jahres 2010 einen fairen Wert je Aktie von 5,00 € (bisher: 4,77 €) ermittelt. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 3,55 € entspricht dies einem Potenzial von 40,8 %. Wir stufen die Syzygy AG daher im Rahmen unserer Researchstudie (Anno) weiterhin 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 Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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, 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



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