

**Kaufen**
**Kursziel: 4,98**

 aktueller Kurs: 3,51  
 2.8.2010 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,800

 Marketcap<sup>3</sup>: 44,95  
 EnterpriseValue<sup>3</sup>: 24,02  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 64,3 %

 Transparenzlevel:  
 Prime Standard

 Marktsegment:  
 Regulierter Markt

 Rechnungslegung:  
 IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

 Designated Sponsor:  
 HSBC T. & B.

**Analysten:**

 Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

 Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

 \* Katalog möglicher  
 Interessenskonflikte auf  
 Seite IV

**04.08.2010**
**Syzygy AG <sup>\*5</sup>**
**Unternehmensprofil**

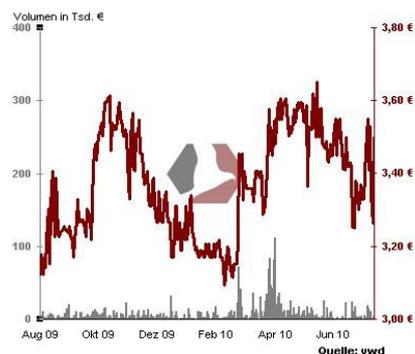
Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 238 Stand: 30.6.2010

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

 Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andy  
 Stevens


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! London Ltd. 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 unter anderem 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	5,27
EBIT	5,16	3,56	3,93	4,54
Jahresüberschuss	3,63	3,33	3,63	4,18

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie*	0,28	0,26	0,28	0,33
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,20	0,20

\* Berechnungsgrundlage ist die neue Aktienzahl (nach KE) in Höhe von 12,80 Mio. Stück

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,58	0,83	0,82	0,74
EV/EBITDA	3,15	5,63	5,13	4,56
EV/EBIT	3,57	6,76	6,11	5,29
KGV	12,38	13,50	12,40	10,76
KBV		1,25		

**Finanztermine:**
**Datum: Ereignis**

 29.08.2010: Small Cap Conference  
 29.10.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht  
 22.11.2010: Eigenkapitalforum Frankfurt  
 08.12.2010: X. MKK

**\*\*letztes Research von GBC:**
**Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating**

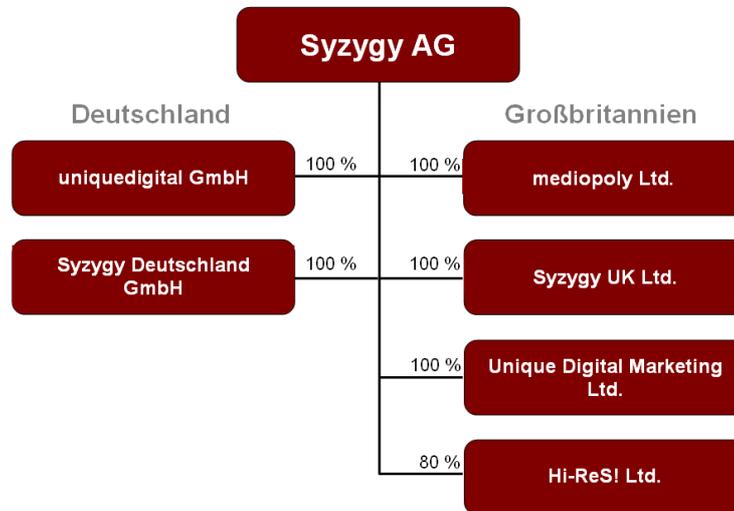
 4.5.2010: RS / 5,00 / KAUFEN  
 13.4.2010: RS / 5,00 / KAUFEN  
 6.11.2009: RG / 4,77 / KAUFEN  
 4.11.2009: RS / 4,77 / KAUFEN  
 21.9.2009: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

 \*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Unternehmen

### Konsolidierungskreis der Syzygy AG



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

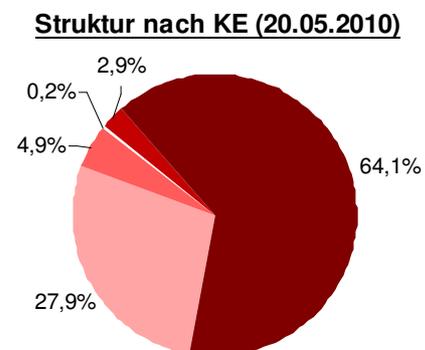
### Ausgewählte Kunden der Syzygy AG



### Aktionärsstruktur der Syzygy AG

Anteilseigner in %		31.12.2009 (vor KE)	20.05.2010 (nach KE)
WPP Ltd.	■	29,6 %	27,9 %
Marco Seiler	■	5,2 %	4,9 %
Syzygy AG	□	0,2 %	0,2 %
Andy Stevens	■	-	2,9 %
Free Float	■	65,2 %	64,1 %

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



## Geschäftsentwicklung und Prognose

### Geschäftsentwicklung 1 Halbjahr 2010 - positive Tendenz ist gut erkennbar

In Mio. €	1.HJ 2009	Δ 2009/2010	1. HJ 2010
<b>Umsatz</b>	14,99	-8,8 %	13,66
<i>davon in Deutschland</i>	8,06	+6,4 %	8,62
<i>davon in UK</i>	7,78	-31,3 %	5,34
<b>EBITDA (Marge)</b>	2,46 (16,4 %)	-14,8 %	2,10 (15,3 %)
<b>EBIT (Marge)</b>	2,13 (14,2 %)	-19,8 %	1,71 (12,5 %)
<b>Periodenüberschuss</b>	2,05	-22,6 %	1,59
<b>EPS*</b>	0,16	-22,6 %	0,12

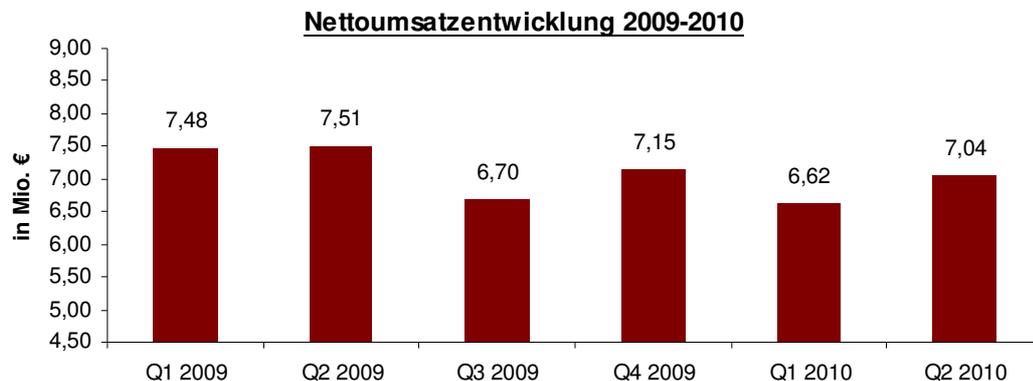
\* EPS-Berechnung nachträglich auf Basis einer Aktienzahl nach KE (0,75 Mio.) von 12,80 Mio. Aktien

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Deutschland fängt Schwäche in Großbritannien zum Teil auf

Nach einem verhaltenen Start in das Geschäftsjahr 2010 zeigen die aktuellen Halbjahreszahlen der Syzygy AG ein positives Bild auf. Vor dem Hintergrund eines nach wie vor vergleichsweise dynamischen Marktumfeldes für Online-Werbung in Deutschland und Großbritannien konnte die Gesellschaft die Brutto-Umsatzerlöse um 7,5 % auf 42,54 Mio. € (VJ: 39,56 Mio. €) steigern. Insbesondere die Gewinnung von Neukunden (yalook, king.com) durch die deutsche Tochtergesellschaft uniuquedigital GmbH leistete hierzu einen signifikanten Beitrag.

Die um die Mediakosten für das Onlinemarketing bereinigten Nettoumsätze reduzierten sich hingegen von 14,99 Mio. € (1.HJ 09) um 8,8 % auf 13,66 Mio. €. In einer nach Quartalen differenzierten Betrachtung dieser Entwicklung lässt sich trotz dieser Minderung eine positive Tendenz erkennen. Insbesondere im Vergleich zum ersten Quartal 2010 (6,62 Mio. €) konnten demnach die Nettoumsätze um 6,4 % auf 7,04 Mio. € wieder angehoben werden.

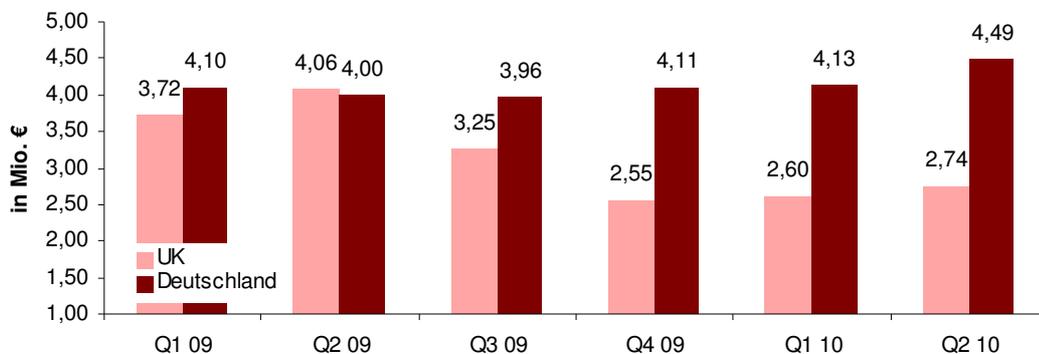


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Unterteilt man die Entwicklung des ersten Halbjahres 2010 nach den für die Syzygy AG relevanten Regionen Großbritannien und Deutschland, musste besonders in UK eine Abschwächung hingenommen werden. In erster Linie betroffen war hier das Design & Build - Geschäft, welches aufgrund einer derzeit immer noch anhaltenden Investitionszurückhaltung zu einer rückläufigen Entwicklung der Nettoumsätze beitrug. Eine höhere Konkurrenz im Bereich Online-Marketing belastete hier zusätzlich die Umsatzentwicklung in Großbritannien. Insgesamt reduzierten sich im ersten Halbjahr die Nettoumsätze in Großbritannien um 31,3 % auf 5,34 Mio. € (VJ: 7,78 Mio. €). Erfreulich hingegen war die Entwicklung beider Geschäftsbereiche in Deutschland. Hier profitierte die Gesellschaft von einer wieder erhöhten Investitionsbereitschaft der Kunden, die im Zuge eines anhaltend guten Konjunkturausblickes auch weiterhin wichtige Impulse für das Geschäft der Syzygy AG liefern dürften.

Erwähnenswert ist hier die Gewinnung der Neukunden „yalook“ (Online-Fashionstore) und des Spieleportals „king.com“ durch die Tochtergesellschaft unikedigital GmbH. Die deutschen Umsätze erhöhten sich dabei im ersten Halbjahr von 8,10 Mio. € (1.HJ 09) auf 8,62 Mio. € um 6,4 %. Wie der untenstehenden Grafik zu entnehmen, lag der Beitrag des zweiten Quartals bei 4,49 Mio. €, was gegenüber dem Vorquartal einem Anstieg von 8,7 % (Q1 10: 4,13 Mio. €) und gegenüber dem Vorjahr von 12,3 % gleichkommt.

### Nach Regionen aufgeteilte Nettoumsätze

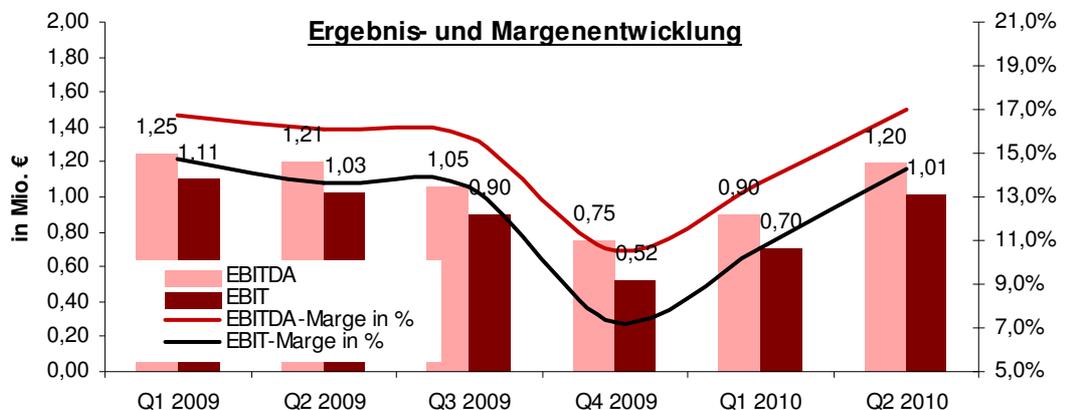


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung - Ergebnismargen steigen nach Bodenbildung wieder an

Als Folge der guten Entwicklung des margenträchtigen Design & Build Geschäftes in Deutschland reduzierten sich im ersten Halbjahr 2010 die Einstandskosten der erbrachten Leistungen vom Vorjahreswert in Höhe von 10,36 Mio. € auf 9,35 Mio. €. Diese Reduktion konnte die Schwäche des Geschäftes in Großbritannien etwas abmildern, so dass sich das Rohergebnis auf 4,32 Mio. € um 6,7 % nur unterproportional reduzierte (1.HJ 09: 4,63 Mio. €).

Die übrigen Betriebsausgaben sowie die Abschreibungen blieben absolut in etwa auf dem Niveau des Vorjahres, erhöhten sich jedoch prozentual im Verhältnis zu den gesunkenen Umsatzerlösen. Demzufolge reduzierte sich das EBIT von 2,13 Mio. € (1.HJ 09) um 19,8 % auf 1,71 Mio. €. Die EBIT-Marge minderte sich ebenfalls von 14,2 % (1.HJ 09) auf 12,5 %. Auch hier können in der differenzierten Quartalsbetrachtung aber ähnliche Tendenzen wie bei der Umsatzentwicklung herausgelesen werden. Hervorzuheben ist hier die positive Ergebnisentwicklung über die letzten drei Quartale. Während das letzte Quartal des Vorjahres 2009 (Q4 09) mit einem EBIT von 0,52 Mio. € (EBIT-Marge: 7,3 %) den Tiefpunkt markierte, steigerte sich das EBIT im ersten Quartal 2010 wieder auf 0,70 Mio. € (EBIT-Marge: 10,6 %) um im abgelaufenen zweiten Quartal 2010 auf 1,01 Mio. € (EBIT-Marge: 14,3 %) anzusteigen.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Erwartungsgemäß fiel das Finanzergebnis aufgrund der guten finanziellen Ausstattung der Gesellschaft (Liquide Mittel: 17,57 Mio. €) positiv aus. Gegenüber dem Vorjahr steigerten sich dabei die Finanzerträge um 5,5 % auf 0,57 Mio. € (VJ: 0,54 Mio. €). Abzüglich der

Steueraufwendungen in Höhe von 0,69 Mio. € (VJ: 0,62 Mio. €) beläuft sich der Periodenüberschuss nach dem ersten Halbjahr 2010 auf 1,59 Mio. € (VJ: 2,05 Mio. €). Unter Zugrundelegung einer nach der im Mai durchgeführten Kapitalerhöhung (0,75 Mio. € neue Aktien) angestiegenen Aktienzahl in Höhe von 12,83 Mio. Aktien, beläuft sich das Ergebnis je Aktie (EPS) nach dem ersten Halbjahr auf 0,12 € (VJ: 0,16). Dieses Ergebnis liegt im Rahmen unserer Erwartungen und im Plan unserer 2010er Prognose.

**Bilanzielle Situation - finale Earn-Out-Zahlung für unquedigital UK nach Kapitalerhöhung; EK-Quote über 70 %**

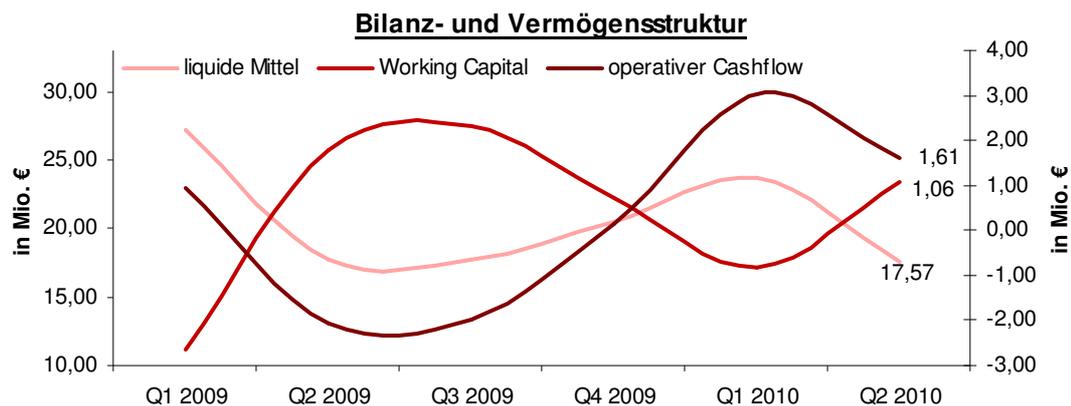
In Mio. €	30.12.2009	30.06.2010
<b>Eigenkapital (EK-Quote)</b>	35,86 (58,1 %)	38,78 (70,1 %)
<b>Working Capital</b>	0,73	1,06
<b>Finanzmittel</b>	20,54	17,57

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die bilanzielle Situation der Syzygy AG ist nach wie vor als sehr solide zu bewerten. Um die restlichen Kaufpreiskomponenten (Earn-Out) an die unquedigital UK in Höhe von 5,24 Mio. € zu begleichen, hat die Gesellschaft im abgelaufenen Quartal eine Kapitalerhöhung in Höhe von 750.000 neuen Aktien erfolgreich durchgeführt. Der ausstehende Kaufpreis wurde hierbei wie vereinbart jeweils hälftig durch Aktien sowie durch Bargeld beglichen. Als Folge dieser Kapitalerhöhung aber auch durch das positive Periodenergebnis, erhöhte sich das Eigenkapital auf 38,78 Mio. € (31.12.2009: 35,86 Mio. €). In Verbindung mit einer gesunkenen Bilanzsumme auf 55,34 Mio. € (31.12.2009: 61,72 Mio. €) erhöhte sich die EK-Quote von 58,1 % (31.12.2009) auf 70,1 %.

Desweiteren reduzierten sich die sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten im Rahmen der Zahlung der restlichen Kaufpreiskomponenten für unquedigital UK. Diese minderten sich von 6,01 Mio. € (31.12.2009) deutlich auf 0,73 Mio. €.

Das Nettoumlaufvermögen der Syzygy AG erhöhte sich gegenüber dem Geschäftsjahresende 2009 leicht von 0,73 Mio. € auf 1,06 Mio. €. Einerseits wurden hier die ausstehenden Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von 16,79 Mio. € (31.12.2009) auf 13,42 Mio. € reduziert, parallel dazu wurden aber auch Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zurückgeführt. Diese minderten sich von 12,45 Mio. € (31.12.2009) auf 7,01 Mio. €.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der operative Cashflow fiel mit 1,61 Mio. € weiterhin erfreulich positiv aus. Die hieraus errechnete Cash-Conversion-Rate (operativer Cashflow/EBIT) konnte dabei deutlich von 0,04 (GJ 2009) auf 0,94 (1.HJ 10) gesteigert werden. Die Investitionen in das Anlagevermögen bewegten sich traditionell mit 0,18 Mio. € auf einem relativ niedrigen Niveau. Inklusiv der restlichen Earn-Out-Zahlungen in Höhe von 5,24 Mio. € beläuft sich der Investitions-Cashflow auf -4,62 Mio. €. Trotz der Liquiditätsabflüsse (inkl. Dividenden iHv. 2,56 Mio. €) weist die Syzygy AG aber weiterhin einen hohen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 17,57 Mio. € aus.

Prognose & Modellannahmen - 2010 leichte Verbesserung, 2011 wieder dynamisch erwartet

In Mio. €	2009	Δ 2009/2010e	2010e	Δ 2010/2011	2011e
Umsatz (netto)	28,83	+2,0 %	29,41	+10,0 %	32,35
EBITDA	4,27	+9,0 %	4,65	+13,4 %	5,27
EBIT	3,56	+10,5 %	3,93	+14,1 %	4,54
Jahresüberschuss	3,33	+8,8 %	3,63	+15,2 %	4,18
EPS*	0,26	+8,8 %	0,28	+15,2 %	0,33

\* Berechnungsgrundlage für das EPS ist die neue Aktienzahl (nach KE) in Höhe von 12,80 Mio. Stück

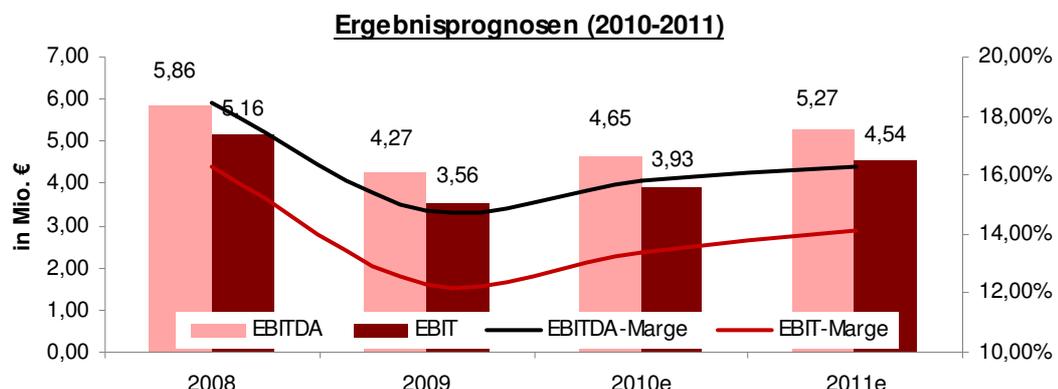
Quelle: GBC AG

Nachdem die operative Entwicklung des ersten Quartals bei Syzygy AG insbesondere von den konjunkturellen Schwierigkeiten in Großbritannien geprägt war, weist die Entwicklung im Q2 2010 eine wieder verbesserte Dynamik auf. Zwar müssten auch in der abgelaufenen Berichtsperiode weiterhin Belastungen für das Design & Build-Geschäft in Großbritannien ersehen werden, das erfreuliche Geschäft in Deutschland konnte diese Schwäche jedoch zum Teil auffangen. Hier profitierte die Gesellschaft vor allem vom konjunkturellen Aufschwung und einer damit zu beobachtenden höheren Investitionsbereitschaft. Bezeichnend hierfür steht das Neukundengeschäft, welches durch zwei neue Kunden signifikant verstärkt wurde.

Im Vergleich zur Vorjahresperiode minderten sich zwar sowohl die Nettoumsätze auf 13,66 Mio. € (VJ: 14,99 Mio. €) als auch das operative Ergebnis (EBIT) auf 1,71 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €), dennoch kann man bei der Syzygy AG in der nach Quartalen differenzierten Analyse einen positiven Trend beobachten. Hierbei konnten in Relation zum ersten Quartal 2010 sowohl die Nettoumsätze um 6,4 % auf 7,04 Mio. € als auch das EBIT um 43,3 % auf 1,01 Mio. € gesteigert werden. Vor allem vor dem Hintergrund eines dynamischen Marktumfeldes für Onlinemarketing sowie aufgrund der Tatsache, dass deutsche Unternehmen wieder eine höhere Investitionsbereitschaft signalisieren, gehen wir von einem guten zweiten Halbjahr 2010 aus. In dieser Annahme sind für dieses Jahr keine möglichen Effekte einer konjunkturellen Erholung in Großbritannien berücksichtigt, so dass wir hier nach wie vor ein vergleichsweise schwaches Geschäft erwarten.

Unserer Ansicht nach sollte die Gesellschaft das verbesserte Ergebnis Q2 2010 auch in den folgenden beiden Quartalen fortsetzen können. Dementsprechend belassen wir die von uns prognostizierten Nettoumsätze (siehe auch Research Note vom 04.05.2010) unverändert bei 29,41 Mio. €. Das erwartete EBIT für 2010 in Höhe von 3,93 Mio. € behalten wir als Folge der in Q2 2010 gesehene Verbesserung der Ergebnisqualität ebenfalls bei.

Für das kommende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir, dass sowohl Deutschland als auch Großbritannien wieder einen positiven Beitrag leisten und damit dürfte es der Syzygy AG gut gelingen auch wieder große Vertragsabschlüsse zu vermelden. Demzufolge sehen wir eine Umsatzsteigerung von 10,0 % auf dann 32,35 Mio. € als realistisch an. Besonders als Folge eines wieder anziehenden margenstarken Design & Build-Geschäftes prognostizieren wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf dann 14,1 % (EBIT: 4,54 Mio. €).



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten - Kapitalkosten (WACC) unverändert bei 11,01 %

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: 3,00 %).

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 11,01 %).

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,01 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	0,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	0,00 %
<b>WACC</b>	<b>11,01 %</b>

#### Modellannahmen - Kursziel durch Verwässerungseffekt marginal gesenkt

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, 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 4,98 €** (bisher 5,00 €). Die marginale Kurszielreduktion resultiert aus einer für die Bemessung des Kursziels höheren Aktienzahl, also aus dem Verwässerungseffekt durch die Kapitalerhöhung. Die Gesellschaft hatte im zweiten Quartal 2010 eine Kapitalerhöhung durch die Ausgabe von 750.000 neuen Aktien durchgeführt. Die für die Berechnung des Kursziels maßgebliche Aktienzahl beläuft sich daher auf 12,80 Mio. Stück. Durch den Roll-Over-Effekt des Kursziels auf Ende 2011 ergab sich aber nur eine geringfügige Auswirkung auf das Price Target.

## 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	31,0%	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	5,27	5,77	6,06	6,37	6,68	7,02	7,37	
EBITDA-Marge	15,8%	16,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	3,93	4,54	5,06	5,30	5,57	5,85	6,14	6,45	
EBITA-Marge	13,4%	14,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	15,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,18	-1,32	-1,52	-1,59	-1,67	-1,75	-1,84	-1,93	
	30,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,75	3,23	3,54	3,71	3,90	4,09	4,30	4,51	
Kapitalrendite	94,4%	104,1%	95,1%	94,7%	94,7%	94,7%	94,7%	94,7%	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	-0,72	-0,76	-0,80	-0,84	-0,88	-0,92	
AFA zu OAV	32,7%	31,5%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	
Investitionen in OAV	-0,74	-0,85	-0,85	-0,88	-0,93	-0,97	-1,02	-1,07	
Investiertes Kapital	3,10	3,72	3,92	4,12	4,32	4,54	4,77	5,00	
EBITDA	4,65	5,27	5,77	6,06	6,37	6,68	7,02	7,37	
Steuern auf EBITA	-1,18	-1,32	-1,52	-1,59	-1,67	-1,75	-1,84	-1,93	
Investitionen gesamt	-6,15	-2,30	-0,92	-0,96	-1,00	-1,05	-1,11	-1,16	
Investitionen in OAV	-0,74	-0,85	-0,85	-0,88	-0,93	-0,97	-1,02	-1,07	
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	-2,68	1,66	3,34	3,52	3,69	3,88	4,07	4,27	56,83

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	43,08	46,17
Barwert expliziter FCFs	15,73	15,81
Barwert des Continuing Value	27,35	30,36
Nettoschulden (Net debt)	-17,09	-17,52
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	60,17	63,69
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	60,17	63,69
Ausstehende Aktien in Mio.	12,800	12,800
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,70	4,98

### 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%	5,34	5,09	4,87	4,68	4,51
92,0%	5,40	5,15	4,92	4,73	4,56
94,0%	5,47	5,20	4,98	4,78	4,60
96,0%	5,53	5,26	5,03	4,82	4,65
98,0%	5,59	5,32	5,08	4,87	4,69

## Fazit

### Positive Tendenz in Q2 nach schwächerem Q1 gut erkennbar, Prognosen und Kaufempfehlung bestätigt

Die vorgelegten Halbjahreszahlen 2010 zeigen bei der Syzygy AG eine positive Tendenz für das laufende Gesamtjahr 2010 auf. Besonders gut sichtbar wird diese in einer differenzierten Quartalsanalyse, die eine verbesserte Dynamik der Gesellschaft im zweiten Quartal offenbart. In Relation zum ersten Quartal 2010 konnten dabei in der abgelaufenen Berichtsperiode (Q2 10) die Nettoumsätze um 6,4 % von 6,62 Mio. € (Q1 10) auf 7,04 Mio. € angehoben werden. Zurückführen lässt sich diese Entwicklung in erster Linie auf eine gute Entwicklung des Onlinemarketing und Webdesign in Deutschland. Vor allem profitieren konnte hierbei die Gesellschaft aufgrund einer verbesserten Konjunktur von einer höheren Investitionsbereitschaft, welche sich auf das Neukundengeschäft positiv auswirkte. Als Folge der erhöhten Umsätze steigerte sich das EBIT im Vergleich zum Vorquartal von 0,70 Mio. € um 43,3 % auf 1,01 Mio. €.

In Summe erzielte die Gesellschaft auf Halbjahresbasis 2010 Nettoumsätze von 13,66 Mio. €. Diese liegen um 9,8 % unterhalb der Vorjahresumsätze (1.HJ 2009) von 14,99 Mio. €. In dieser Reduktion abgebildet wird vordergründig ein schwaches Geschäft in Großbritannien, welches in besonderer Weise von einer derzeit schwachen Konjunktur geprägt war. Speziell der Bereich Design & Build, dessen Umsätze zu signifikanten Teilen aus dem Automobilbereich generiert werden, wirkte sich hier belastend aus. Im Gegensatz dazu war das erste Halbjahr 2010 von einem soliden deutschen Geschäft geprägt, welches die Schwäche des britischen Geschäfts aber nur zum Teil ausgleichen konnte. Dementsprechend reduzierte sich das EBIT im ersten Halbjahr 2010 von 2,13 Mio. € (1.HJ 09) um 19,8 % auf 1,71 Mio. €.

Substanziell ist die Gesellschaft nach wie vor sehr solide aufgestellt. Unter anderem bedingt durch eine im zweiten Quartal 2010 durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 750.000 Aktien erhöhte sich das Eigenkapital dabei von 35,86 Mio. € (31.12.2009) auf 38,78 Mio. €. Diese Kapitalmaßnahme wurde zur Bezahlung der erworbenen Anteile an der Tochtergesellschaft unquedigital UK in Höhe von 5,24 Mio. € genutzt. Wie vorher vereinbart, wurden die verbliebenen Kaufpreisbestandteile je hälftig durch Aktien und durch Barmittel beglichen. Nach Begleichung des Betrages reduzierten sich in gleicher Höhe die kurzfristigen sonstigen Verbindlichkeiten, was letztendlich in Verbindung mit einer geringeren Liquidität (liquide Mittel: 17,57 Mio. €; liquide Mittel je Aktie: 1,37 €) zu einer Reduktion der Bilanzsumme geführt hat.

Wir erachten die Gesellschaft nach wie vor als sehr gut aufgestellt, um auch künftig von den Potenzialen eines dynamischen Marktes für Onlinewerbung profitieren zu können. Kurzfristig positive Effekte können wir aus einer wieder freundlichen konjunkturellen Lage in Deutschland erkennen, welche eine höhere Investitionsbereitschaft seitens der Syzygy-Kunden mit sich bringt. Großbritannien hingegen dürfte im laufenden Geschäftsjahr unseres Erachtens keine wesentlichen Impulse beitragen, vielmehr sollte hier das Geschäft aber immerhin eine Bodenbildung gefunden haben und sich zunächst auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau einpendeln. Nächstes Jahr dürfte es der Syzygy AG wieder gelingen auch hier Neukundenaufträge zu vermelden. In unseren Prognosen nicht berücksichtigt haben wir zudem mögliche Internationalisierungseffekte der Gesellschaft. Wie dargestellt verfügt die Gesellschaft über die finanzielle Ausstattung ein angestrebtes internationales Wachstum zu stemmen. Vor diesem Hintergrund prognostizieren wir für 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 29,41 Mio. € sowie für 2011 in Höhe von 32,35 Mio. €. Gefolgt werden diese von einem erwarteten EBIT in Höhe von 3,92 Mio. € (2010) sowie in Höhe von 4,54 Mio. € (2011).

**Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir ein 2011er Kursziel von 4,98 € je Aktie ermittelt. Trotz unveränderter Prognosen und Bewertungsparameter hat sich das Kursziel gegenüber der letzten Studie (5,00 €) marginal reduziert. Diese Reduktion liegt dabei vor allem in einer leicht erhöhten Aktienzahl nach der Kapitalerhöhung begründet. Ausgehend von einem derzeitigen Kursniveau von 3,51 € je Aktie entspricht dies einem Potenzial von 41,9 %. Wir stufen die Syzygy AG daher im Rahmen unserer Researchstudie (Update) 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](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)