



## Researchstudie (Anno)

SIZIGI  
/ AG /

**Solide Onlineagentur mit guten  
Wachstumsperspektiven und hohem Kurspotenzial**

**Kursziel: 5,10 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---



## Syzygy AG <sup>\*5</sup>

### Kaufen

**Kursziel: 5,10**

aktueller Kurs: 3,80

4.4.2011 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,828

Marketcap<sup>3</sup>: 48,746

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 24,682

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 64,2 %

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 V

### Unternehmensprofil

Branche: Medien

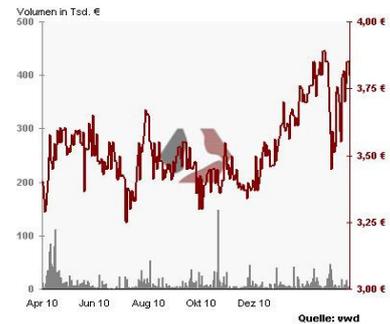
Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 242 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andy Stevens



Syzygy ist eine internationale Agenturgruppe für interaktives Marketing. Der Konzern besteht aus der Syzygy AG als geschäftsführende Holding sowie den sieben 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., Hi-ReS! London Ltd. sowie Hi-ReS! New York Inc. Mit den Niederlassungen in Frankfurt, Hamburg und London bietet der Konzern internationalen 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 die Deutsche Bank, AVIS, Chanel, Commerzbank, Daimler, Fleurop, Mazda, Telefónica O2 Germany, ZDF und Jägermeister.

### Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	28,83	27,25	31,33	35,09
EBITDA	4,27	3,94	4,72	5,51
EBIT	3,56	3,17	3,90	4,59
Jahresüberschuss	3,33	3,80	3,50	3,98

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,28	0,30	0,27	0,31
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,25

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,86	0,91	0,79	0,70
EV/EBITDA	5,78	6,26	5,23	4,48
EV/EBIT	6,93	7,79	6,33	5,38
KGV	14,64	12,83	13,93	12,25
KBV		1,21		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

28.04.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht

27.05.2011: Hauptversammlung

28.07.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht

29.08.2011: Small Cap Konf.

28.10.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

07.12.2011: 12. MKK

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

7.12.2010: RG / 4,98 / KAUFEN

5.11.2010: RS / 4,98 / KAUFEN

4.8.2010: RS / 4,98 / 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.

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Konsolidierungskreis zum 31.03.2011.....	1
Ausgewählte Kunden.....	1

## Markt und Marktumfeld

Deutscher Onlinemarkt.....	2
Onlinemarkt in UK.....	3

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2010.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Ergebnisentwicklung.....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
Rentabilitätsentwicklung.....	9
Prognose und Modellannahmen.....	10
Umsatzprognosen.....	10
Ergebnisprognosen.....	11

## Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	12
Modellannahmen.....	12
Bestimmung der Kapitalkosten.....	12
Bewertungsergebnis.....	12
Fazit .....	14

## Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss .....	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

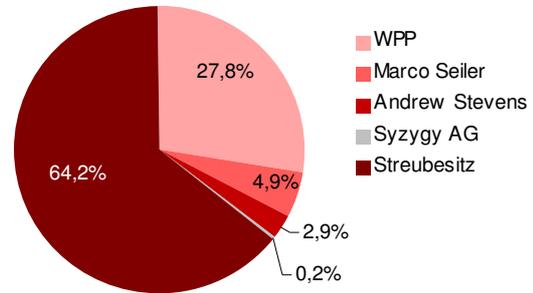
# Unternehmen

## Aktionärsstruktur

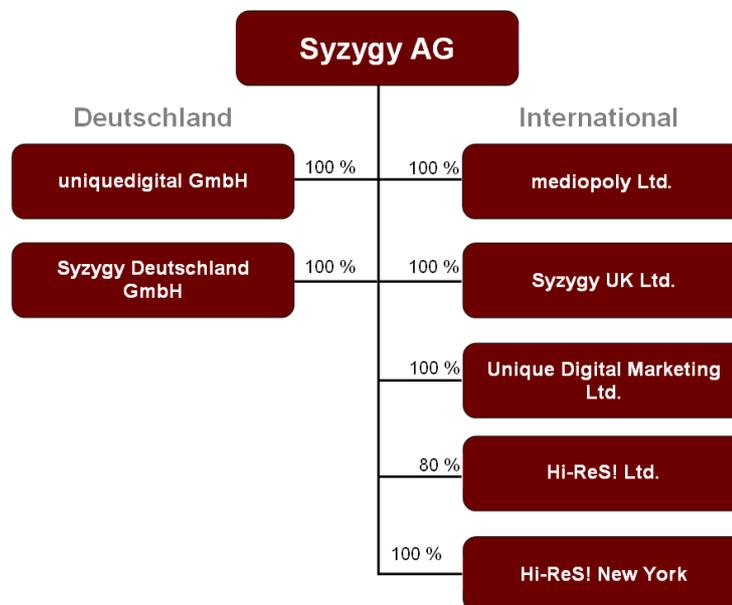
Anteilseigner	31.12.2009	31.12.2010
WPP Ltd.	29,6 %	27,8 %
Marco Seiler	5,2 %	4,9 %
Andrew Stevens	-	2,9 %
Syzygy AG	0,2 %	0,2 %
<b>Streubesitz</b>	<b>65,0 %</b>	<b>64,2 %</b>

Quelle: Syzygy AG

**Aktionärsstruktur 31.12.2010**



## Konsolidierungskreis zum 31.03.2011



Quelle: Syzygy AG

## Ausgewählte Kunden der Syzygy AG



## Markt und Marktumfeld

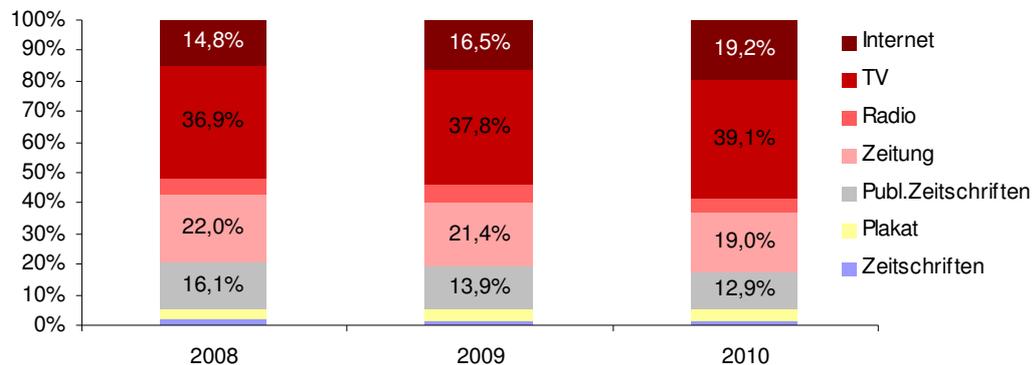
### Deutscher Onlinemarkt - weitere Etablierung als Werbeträger

Die deutsche Wirtschaft konnte im Jahr 2010 sowohl von positiven inländischen als auch ausländischen Impulsen profitieren und verzeichnete mit einem BIP-Wachstum von 3,6 % das höchste Wirtschaftswachstum seit der Wiedervereinigung. Der Grund hierfür liegt jedoch auch im Basiseffekt begründet, denn im Krisenjahr 2009 reduzierte sich das BIP um -4,7 %.

Vor diesem Hintergrund ist die Entwicklung des deutschen Online-Werbemarktes als stark überproportional zu bezeichnen. Die im Jahr 2009 sichtbare Zurückhaltung der Werbeindustrie hatte sich im abgelaufenen Jahr 2010 zugunsten einer Intensivierung der Werbeaktivitäten aufgelöst. Dementsprechend lag die Wachstumsrate des Online-Werbemarktes gegenüber dem Vorjahr bei 26 %. Das Marktvolumen stieg auf ein Gesamtmarktvolumen von 5,36 Mrd. € (VJ: 4,26 Mrd. €) an. Dieses signifikante Wachstum ist allerdings auch als Ausdruck der niedrigen Niveaus in 2009 zu verstehen und somit auch auf Basiseffekte zurückzuführen.

Im Zuge dieser Dynamik nimmt das Internet eine immer bedeutendere Rolle im Werbemix ein. Gemäß Daten des Online-Vermarkterkreises (OVK) konnte das Internet im vergangenen Jahr die Mediengattung „Zeitung“ überholen und belegt mit einem aktuellen Anteil von 19,2 % am Mediamix den zweiten Platz hinter dem Medium „Fernsehen“ (39,1 %). Im Jahr 2006 belegte das Internet mit einem Anteil von 8,7 % noch den vierten Platz hinter den Publikumszeitschriften, Zeitung und dem Fernsehen.

#### Entwicklung des Werbemix



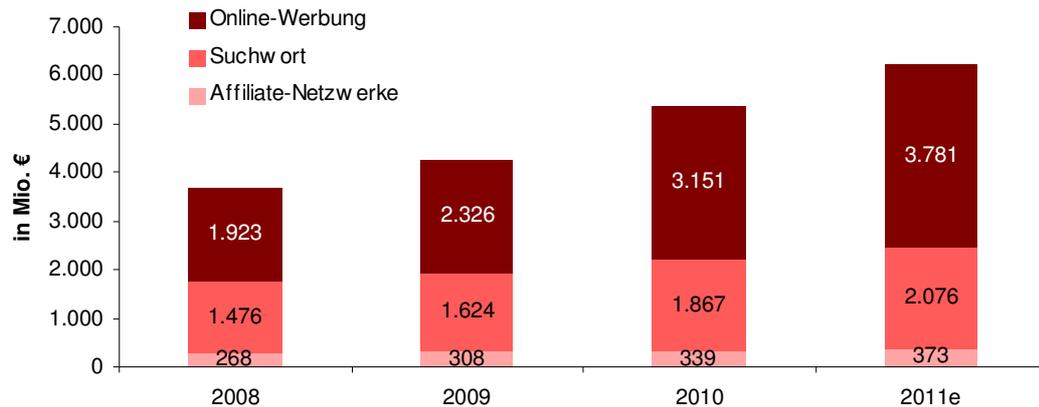
Quelle: OVK

Ein wichtiger Trend, der die Basis der oben aufgezeigten Entwicklung bildet, ist die zunehmende Verbreitung des Internets. Gemäß der Marktstudie internet facts 2010-III lag die Reichweite des Internets in Deutschland bei 73,4 %. Damit hatten 51,8 Mio. Menschen in Deutschland einen Internetzugang. Noch im Jahr 2008 lag dieser Anteil bei 64,7 %. Damit wird die Etablierung des Internets als gleichberechtigtes Medium und als Werbeträger eindrucksvoll belegt.

Die im letzten Jahr erreichte Dynamik lässt sich dabei nicht zwangsläufig an einer bestimmten Branche festmachen. So lagen die Ausgaben des Dienstleistungsbereiches rund 36 % oberhalb des Vorjahres. Unterstrichen wird die branchenübergreifend positive Entwicklung von einem ebenfalls deutlichen Anstieg der Werbespendings im Bereich Finanzen (+49 %) oder bei der sonstigen Werbung (+86 %).

Der Online-Vermarkterkreis (OVK) prognostiziert eine Fortsetzung der positiven Entwicklung. Zwar sollen sich die Steigerungsraten des Geschäftsjahres 2010 etwas reduzieren, dennoch wird für das Jahr 2011 ein Branchenwachstum von 16 % auf dann 6,23 Mrd. € erwartet. Damit sollte die 6 Mrd. €-Grenze erstmalig überschritten werden.

### OVK Werbestatistik 2008-2011



Quelle: OVK

### Onlinemarkt in UK - leichter Zuwachs in einem reifen Markt erwartet

Die konjunkturelle Entwicklung in Großbritannien konnte im Gegensatz zu Deutschland noch keine positiven Impulse setzen. Bezeichnend steht hierfür die Entwicklung des BIP, welches im vierten Quartal 2010 einen Rückgang von 0,5 % hinnehmen musste und damit lag der Anstieg des BIP trotz Basiseffekte bei lediglich 1,4 %.

Vor diesem Hintergrund ist die Entwicklung der Internetwerbung, welche laut der IAB Online Adspend Study im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 um rund 12,8 % zulegen, als positiv zu werten. Die Erhöhung der Ausgaben in der englischen Werbewirtschaft fiel im Vergleich dazu mit 7,2 % unterproportional aus, was einen Anstieg des Internet-Marktanteils auf 25 % (2009: 23 %) zur Folge hatte.

Der Internet-Werbemarkt in Großbritannien gilt im Vergleich zum deutschen Markt als gesättigter. Daher liegen die prognostizierten Wachstumsraten von zwischen 5,9 % und 6,2 % deutlich unterhalb der in Deutschland erwarteten Dynamik. Der Online-Werbemarkt erweist sich dennoch als eine der wachstumstärksten Branchen im Vergleich zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Großbritannien, für die ein Wachstum zwischen 1,1 % und 3,1 % erwartet wird.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	Δ in %	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011e	Δ in %	GJ 2012e
<b>Nettoumsatzerlöse</b>	<b>28,833</b>	-5,5%	<b>27,247</b>	15,0%	<b>31,334</b>	12,0%	<b>35,094</b>
Einstandskosten der erbrachten Leistungen	-19,718	-7,9%	-18,170	16,4%	-21,150	12,0%	-23,689
<b>Nettoergebnis</b>	<b>9,115</b>	-0,4%	<b>9,077</b>	12,2%	<b>10,184</b>	12,0%	<b>11,406</b>
<i>Vertriebs- und Marketingkosten</i>	-2,251	7,3%	-2,415	4,3%	-2,520	11,9%	-2,820
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-3,776	0,9%	-3,810	8,1%	-4,120	5,6%	-4,350
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,468	-32,5%	0,316	13,9%	0,360	-2,8%	0,350
<b>EBIT</b>	<b>3,556</b>	-10,9 %	<b>3,168</b>	23,2 %	<b>3,904</b>	17,5 %	<b>4,586</b>
Finanzergebnis	1,338	-17,3 %	1,107	-0,6 %	1,100	0,0 %	1,100
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>4,894</b>	-12,6 %	<b>4,275</b>	17,0 %	<b>5,004</b>	13,6 %	<b>5,686</b>
Steuern	-1,563	-69,4 %	-0,479	213,4 %	-1,501	13,6 %	-1,706
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,331</b>	+14,0 %	<b>3,796</b>	-7,7 %	<b>3,502</b>	13,6 %	<b>3,980</b>
EBITDA	4,266		3,941		4,724		5,506
in % von den Nettoumsätzen	14,8		14,5		15,1		15,7
EBIT	3,556		3,168		3,904		4,586
in % von der Nettoumsätzen	12,3		11,6		12,5		13,1
Aktienanzahl in Mio. Stück	12,078		12,828		12,828		12,828
Ergebnis je Aktie in €	0,28		0,30		0,27		0,31
Dividende je Aktie in €	0,20		0,20		0,25		0,25

## Geschäftsentwicklung 2010 - Positive Entwicklung des deutschen Geschäftes

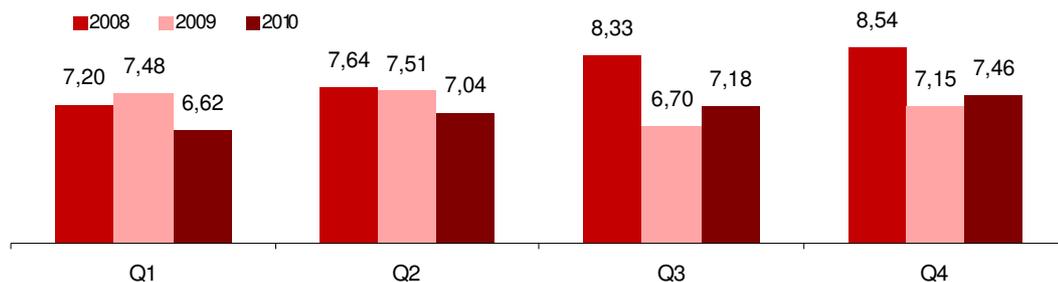
in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse (brutto)	80,49	+8,2 %	87,10
Umsatzerlöse (netto)	28,83	-5,5 %	27,25
EBITDA (Marge)	4,27 (14,8 %)	-7,6 %	3,94 (14,5 %)
EBIT (Marge)	3,56 (12,3 %)	-10,9 %	3,17 (11,6 %)
Jahresüberschuss	3,33	+14,0 %	3,80
EPS in €	0,28	-1,9 %	0,30

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Erholung in Deutschland, Belastungen in UK

Als Folge einer besonders positiven Entwicklung der Tochtergesellschaft unquedigital GmbH (Onlinemarketing) konnte die Syzygy AG auf Jahresbasis 2010 einen Anstieg der Bruttoumsatzerlöse auf 87,10 Mio. € und damit ggü. dem Vorjahr um 8,2 % (VJ: 80,49 Mio. €) vorweisen. Allerdings lagen die um die Mediakosten bereinigten Nettoumsatzerlöse mit 27,25 Mio. € um 5,5 % unterhalb des Vorjahreswertes von 28,83 Mio. €. Begründen lässt sich dies mit einer weiterhin unterdurchschnittlichen Entwicklung des britischen Geschäftes.

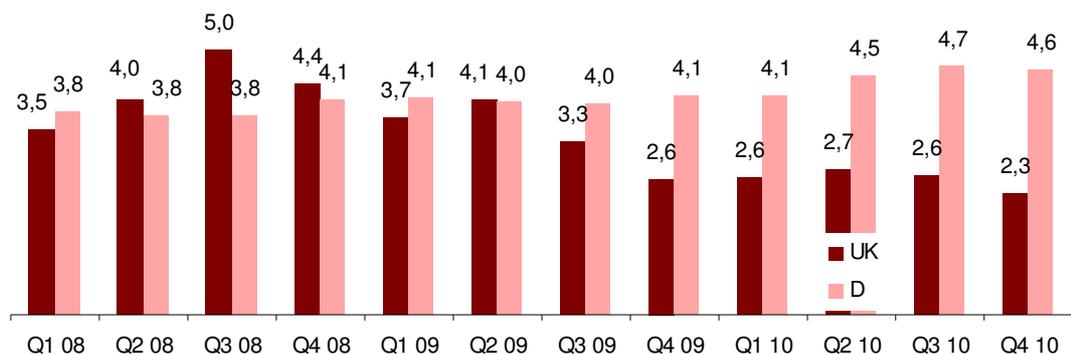
### Quartalsumsatzentwicklung Nettoumsätze 2008-2010 (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG

In der Quartalsaufteilung der Nettoumsätze wird der saisonal typische Verlauf der Nettoumsätze gut erkennbar. Im Vergleich zu den jeweiligen Vorjahresquartalen werden bei der Syzygy AG insbesondere im zweiten Halbjahr deutliche Erholungstendenzen sichtbar. Aufgrund eines starken ersten Halbjahres 2009, welches von einer überdurchschnittlichen Entwicklung der Umsätze im Bereich Webdesign geprägt war, konnten die Nettoumsatzniveaus des Vorjahres auf Gesamtjahresbasis nicht erreicht werden. Auch das 2008er Vorkrisen-Niveau konnte nicht erreicht werden.

### Regionale Aufteilung der Quartalsumsätze 2008-2010 (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG

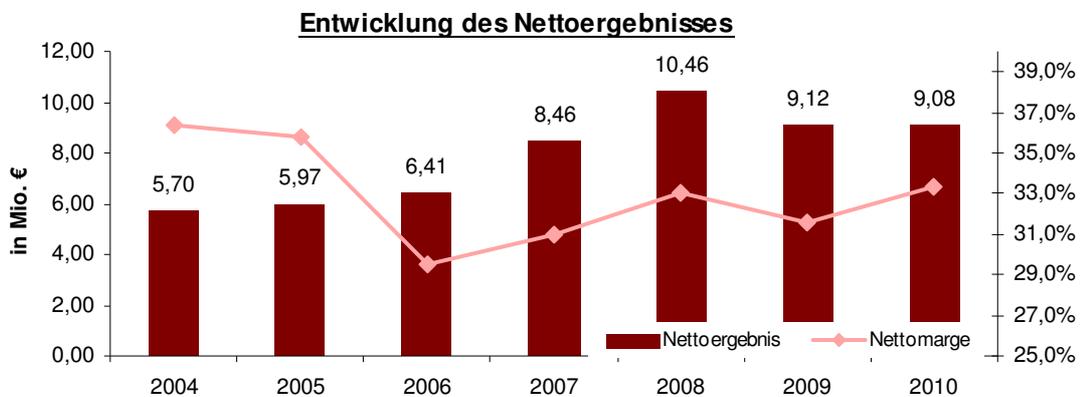
Der Hauptgrund für die umseitig angesprochene Umsatzschwäche liegt in erster Linie in einer unterdurchschnittlichen Entwicklung der Erlöse in Großbritannien, wohingegen die deutsche Region von einer positiven Umsatzentwicklung geprägt war.

Bereits seit mehreren Perioden ist dabei das UK-Geschäft von ungünstigen Rahmenbedingungen und damit einem sehr zurückhaltenden Kundenverhalten, insbesondere aus dem Automotive-Bereich, geprägt. Zusätzliche Belastungen sind laut Unternehmensangaben auch durch den Wegfall eines der wichtigsten Kunden im Bereich des Online-Marketing entstanden, der die vorher in Anspruch genommenen Syzygy-Leistungen nun in-house erbringt. Dementsprechend reduzierten sich die UK-Nettoumsätze in 2010 um 24,6 % auf 10,24 Mio. € (VJ: 13,59 Mio. €). Währungseffekte, die noch in den Vorjahren eine große Rolle spielten, hielten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr aufgrund einer stabilen Euro/Pfund-Entwicklung in Grenzen.

Das deutsche Geschäft hingegen konnte besonders von der konjunkturellen Erholung und einer damit deutlich verbesserten Investitionsbereitschaft der Kunden profitieren. Herauszustellen ist in diesem Zusammenhang die Onlinemarketing-Tochter unquedigital GmbH, die sowohl im Neukunden- als auch im Bestandskundenbereich eine erfreuliche Geschäftsentwicklung vorweisen kann. In Summe führten diese positiven Effekte zu einer deutlichen Erhöhung der Umsatzbasis in Deutschland, welche sich gegenüber dem Vorjahr auf 17,91 Mio. € (VJ: 16,16 Mio. €) und damit um 10,8 % steigerte.

### Ergebnisentwicklung - durch Steuereffekt sogar leicht über den Prognosen

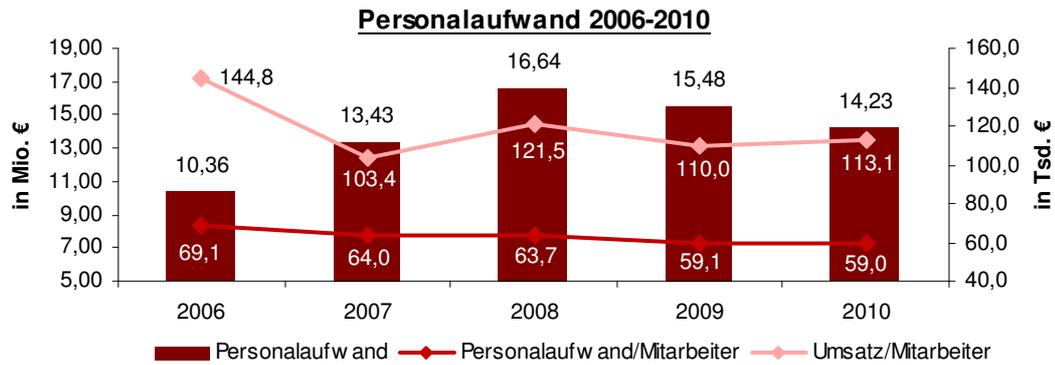
Analog zur dargestellten Umsatzentwicklung im Geschäftsjahr 2010 reduzierte sich die operative Kostenbasis der Syzygy AG trotz Aufwendungen für die Restrukturierung des UK-Geschäftes sowie erhöhten Aufwendungen im Zusammenhang mit der Verstärkung der Vertriebsaktivitäten, um 5,1 % auf 23,31 Mio. € (VJ: 24,57 Mio. €). Besonders dafür verantwortlich ist die Minderung der Herstellkosten, welche sich um 7,9 % auf 18,17 Mio. € (VJ: 19,72 Mio. €) reduzierten. Dementsprechend lag das Nettoergebnis nur marginal unterhalb des Vorjahresniveaus und die auf den Nettoumsatz bezogene Nettomarge erhöhte sich aufgrund der geminderten Umsatzbasis sogar auf 33,3 % (VJ: 31,6 %).



Quelle: Syzygy AG

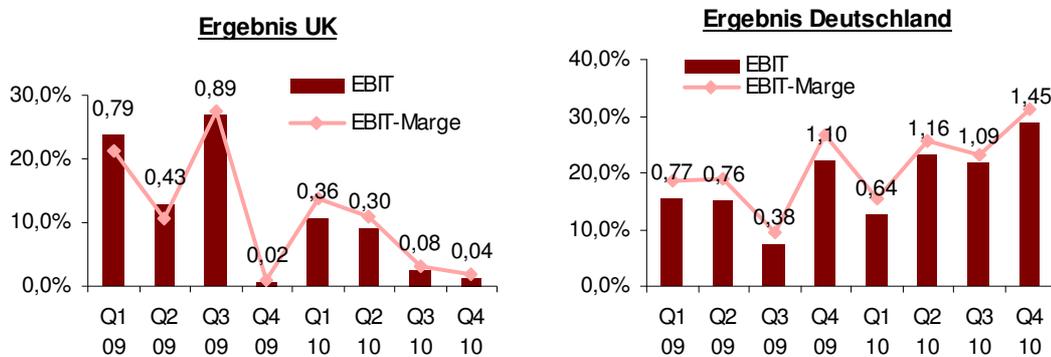
Für Unternehmen aus dem IT-Umfeld nimmt der Personalaufwand traditionell eine sehr wichtige Rolle ein. Ein Umstand, der auch für die Syzygy AG seine Gültigkeit behält, da sich die Personalaufwendungen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 mit 14,22 Mio. € für rund 61,0 % der gesamten operativen Kosten verantwortlich zeigten. Im Vorjahr lagen die Personalaufwendungen bei 15,48 Mio. € und die entsprechende auf die Gesamtkosten bezogene Quote lag bei 63,0 %. Ursächlich hierfür war insbesondere die Reduktion des Personalbestandes bei der britischen Webdesign-Agentur Syzygy UK Ltd., die zum Bilanzstichtag 31.12.2010 über 39 Mitarbeiter (VJ: 59) verfügte.

Berechnet man den Pro-Kopf-Aufwand der Personalkosten zum Bilanzstichtag 31.12.2010, so lag dieser bei 59.033 €. Gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert von 59.084 € je Mitarbeiter ergibt sich hier eine nur marginale Reduktion. Im Gegensatz dazu liegt der Pro-Kopf-Umsatz zum Bilanzstichtag (kein Mittelwert) bei 113.058 € und damit deutlich oberhalb des Vorjahreswertes von 110.049 €.



Quelle: Syzygy AG; eigene Berechnungen GBC AG

Die reduzierte Kostenbasis konnte dabei die Umsatzminderung nicht vollumfänglich abfangen, so dass sich das operative Ergebnis (EBIT) auf Gesamtjahresbasis um knapp 0,40 Mio. € auf 3,17 Mio. € (VJ: 3,56 Mio. €) minderte. Die entsprechende EBIT-Marge lag in 2010 bei 11,6 % (VJ: 12,3 %). Differenziert man die Ergebnisentwicklung nach der von der Gesellschaft berichteten regionalen Aufteilung, so wird auch auf Ergebnisbasis die besondere Schwäche des UK-Geschäftes gut sichtbar.



Quelle: Syzygy AG

Auffällig ist dabei die zunehmende unterjährig EBIT-Schwäche der UK-Region, welche sich nahezu parallel zu den Umsätzen entwickelte. Auf Gesamtjahresbasis lag der EBIT-Beitrag in UK bei 0,78 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge reduzierte sich von 15,7 % (2009) auf 7,6 %. Im Gegensatz hierzu ist beim Deutschland-Geschäft eine deutlich positive Tendenz erkennbar. Gegenüber dem Vorjahr steigerte sich hier der EBIT-Beitrag um 44,1 % auf 4,33 Mio. € (VJ: 3,01 Mio. €). Analog dazu erhöhte sich die EBIT-Marge auf starke 24,1 % (VJ: 18,6 %).

Traditionell verfügt die Syzygy AG über einen hohen Bestand an liquiden Mitteln sowie keine Bankverbindlichkeiten. Dementsprechend erzielt die Gesellschaft ein positives Finanzergebnis. Dieses lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 bei 1,11 Mio. € (VJ: 1,34 Mio. €). Die leichte Reduktion gegenüber dem Vorjahr ist hauptsächlich auf die niedrigen Zinsniveaus des Berichtsjahres zurückzuführen. Die Syzygy AG investiert dabei in festverzinsliche Wertpapiere höchster Bonität, wobei die durchschnittlich erzielte Rendite auf die liquiden Mittel in 2010 bei 5,2 % (VJ: 6,1 %) lag.

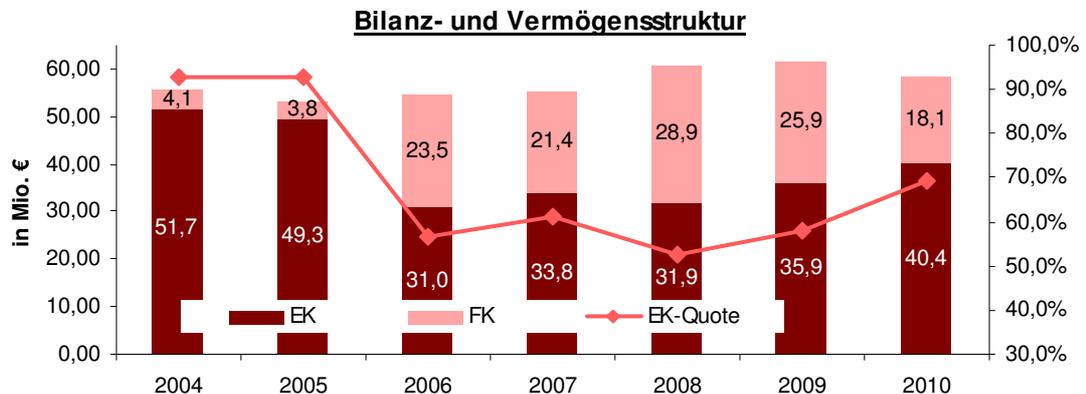
Aufgrund eines steuerlichen Sonderfalls, der zu einer erheblichen Minderung der Steuer aufwendungen auf -0,48 Mio. € (VJ: -1,56 Mio. €) geführt hatte, konnte die Syzygy AG unterm Strich eine positive Entwicklung des Nachsteuerergebnisses vorweisen. Die geringe Steuerbelastung ist auf eine strittige Teilwertabschreibung auf eine ausländische Beteiligung aus dem Jahr 2002 zurückzuführen, die durch den Europäischen Gerichtshof und den Bundesfinanzhof in vergleichbaren Fällen entschieden wurde. Dementsprechend steigerte sich das Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,28 € (2009) auf 0,30 € und lag damit leicht oberhalb unseren Erwartungen. Die anvisierte Dividende für 2010 beläuft sich auf 0,20 €/Aktie.

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Gute Bilanzrelationen wurden weiter verbessert

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	31,89	35,86	40,41
EK-Quote in %	52,5	58,1	69,1
Operatives Anlagevermögen	2,10	2,18	1,75
Working Capital	-2,28	0,73	-2,97
Liquide Mittel	26,21	20,54	23,88

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Das Bilanzbild der Syzygy AG ist als sehr solide einzustufen. Auffällig ist dabei die deutliche Erhöhung der Eigenkapitalquote von 58,1 % (31.12.09) auf 69,1 % (31.12.2010). Diese Erhöhung ist dabei sowohl eine Folge des gesteigerten Eigenkapitals, als auch der reduzierten Bilanzsumme. Das Eigenkapital erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 4,56 Mio. € auf 40,41 Mio. € (31.12.09: 35,86 Mio. €). Hierzu beigetragen haben eine Kapitalerhöhung mit einem Mittelzufluss (nach Bezahlung von Kaufpreiszahlungen für unquedigital UK) von 2,57 Mio. € sowie ein um die Dividendenabflüsse bereinigter Bilanzgewinn von 1,24 Mio. €.



Quelle: Syzygy AG

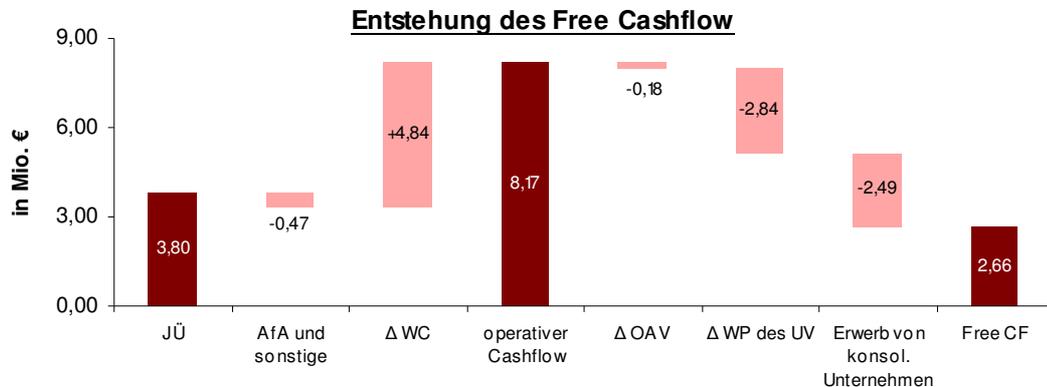
Zwei weitere signifikante Vorgänge haben das Bilanzbild der Syzygy im Geschäftsjahr 2010 geprägt. Im Zusammenhang mit der Bezahlung einer ausstehenden Kaufpreiskomponente für unquedigital UK in Höhe von 5,24 Mio. € minderten sich die sonstigen Verbindlichkeiten deutlich auf 1,83 Mio. € (31.12.09: 6,01 Mio. €). Die Kaufpreiszahlung wurde dabei wie vereinbart je hälftig in Aktien und bar entrichtet. Auf der anderen Seite reduzierten sich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 10,68 Mio. € (31.12.09: 16,79 Mio. €) und analog dazu auch das Working Capital auf -2,97 Mio. € (31.12.09: 0,73 Mio. €). Demzufolge lag die Bilanzsumme bei 58,47 Mio. € und damit unterhalb des Vorjahreswertes von 61,72 Mio. €.

Weiterhin ein wesentliches Asset der Syzygy-Bilanz sind die liquiden Mittel und Wertpapiere, welche sich zum Bilanzstichtag auf 23,88 Mio. € (31.12.09: 20,54 Mio. €) summieren. Diese Erhöhung ist dabei hauptsächlich auf die von der Gesellschaft durchgeführte Kapitalerhöhung zurückzuführen, welche einen Mittelzufluss von 2,57 Mio. € zur Folge hatte.

### Entwicklung Cashflow - außergewöhnlich positive Entwicklung

Aufgrund der bereits dargestellten Reduktion des Working Capital konnte die Syzygy AG eine außerordentlich gute Entwicklung des operativen Cashflows, der sich überproportional zum EBIT auf 8,17 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €) steigerte, vorweisen. Damit liegt die von der Gesellschaft erreichte Cash Conversion Rate (operativer Cashflow/EBIT) bei 2,58 (VJ: 0,04) und weist damit eine sehr gute Größenordnung auf. Der Durchschnittswert der Cash Conversion Rate über die letzten sieben Jahre beläuft sich auf 2,10.

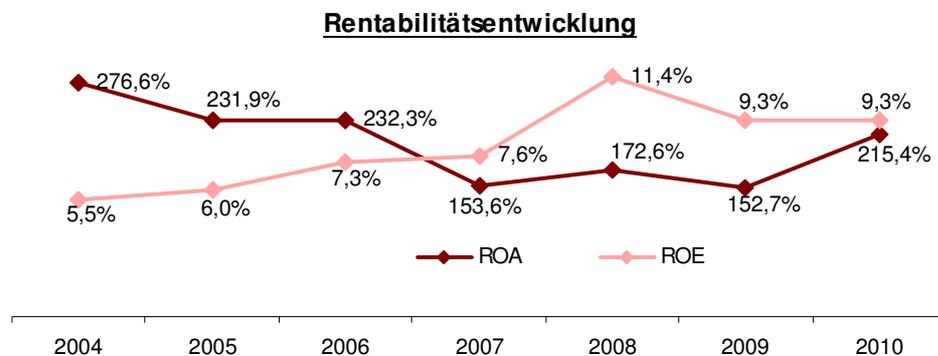
Unter Hinzurechnung eines Investitions-cashflows von -5,51 Mio. € (VJ: -3,28 Mio. €) ergibt sich ein Free Cashflow von 2,66 Mio. € (VJ: -3,44 Mio. €). Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die Gesellschaft Nettoinvestitionen von 2,84 Mio. € in Wertpapiere getätigt hat. Dies hat jedoch keinen Cash-Abfluss zur Folge und damit läge der Free Cashflow mit 5,50 Mio. € auf einem noch höheren Niveau. Folgende Einflussgrößen waren für die Entwicklung des Freien Cashflows verantwortlich:



Quelle: Syzygy AG

### Rentabilitätsentwicklung Syzygy AG - ROA und ROE steigen überdurchschnittlich

Die Syzygy AG konnte gegenüber dem Vorjahr die wesentlichen Rentabilitätskennzahlen verbessern. Allen voran zu nennen ist der deutliche Anstieg des ROA (Return on Assets), welcher sich in erster Linie auf eine Reduktion der bilanziellen Werte des Sachanlagevermögens zurückführen lässt. Weiterhin hat sich der ROE (Return on Equity) trotz einer ausweiteten Eigenkapitalbasis relativ stabil entwickelt. Da die Basis dieser Kennzahl das Nachsteuerergebnis ist, findet sich hier die aus dem steuerlichen Sonderfall resultierende geringe Steuerbelastung wieder.



Quelle: GBC AG

## Prognose und Modellannahmen - Umsatz- und Ergebnisanstieg erwartet

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e	GJ 2012e
Umsatzerlöse	27,25	31,33	35,09
EBITDA (Marge)	3,94 (14,5 %)	4,72 (15,1 %)	5,51 (15,7 %)
EBIT (Marge)	3,17 (11,6 %)	3,90 (12,5 %)	4,59 (13,1 %)
Jahresüberschuss	3,80	3,50	3,98
EPS	0,30	0,27	0,31

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen - UK bietet viel Erholungs- und Wachstumspotenzial

Die Entwicklung der regionalen Geschäftsbereiche war bei der Syzygy AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 heterogen. In Deutschland konnte die Gesellschaft einerseits von einem deutlich belebteren Kundenverhalten profitieren und mit den Tochtergesellschaften Syzygy Deutschland und unqueditgital GmbH neue Rekordwerte erzielen. Insgesamt konnten hierzulande Nettoumsätze in Höhe von 17,91 Mio. € erzielt werden, die damit den Vorjahreswert von 16,16 Mio. € um 10,8 % deutlich übertrafen. Die Basis für diesen Erfolg lieferte in erster Linie die Onlinemarketing-Gesellschaft unquedigital GmbH, welche sowohl im Neukunden-, als auch im Bestandskundenbereich eine sehr gute Geschäftsentwicklung vorweisen kann. Das starke EBIT in Höhe von 4,33 Mio. € (EBIT-Marge: 24,1 %) kann sich auch sehen lassen.

Auf der anderen Seite war jedoch das britische Geschäft von einer zunehmenden Investitionsschwäche, insbesondere im Automotivebereich, geprägt, die mit deutlichen Umsatzeinbußen einherging. Darüber hinaus hatte sich ein sehr wichtiger Kunde aus UK entschieden, die zuvor von der Syzygy erbrachten Leistungen nun In-House einzulagern. Insgesamt führten verschiedene belastende Effekte zu einer deutlichen Reduktion der Umsätze um 24,6 % auf 10,24 Mio. € (VJ: 13,59 Mio. €). Eine Entwicklung, die sich auch ergebnisseitig im signifikanten EBIT-Rückgang von 2,13 Mio. € (GJ 09) auf nun 0,78 Mio. € niederschlug.

Auf Gesamtjahresbasis 2010 beliefen sich die Nettoumsätze der Gesellschaft auf 27,25 Mio. €. Damit wurden unsere Prognosen, die für 2010 Umsätze in Höhe von 28,30 Mio. € postulierten, nicht erreicht. Die konjunkturelle Schwäche und die nach wie vor zurückhaltende Investitionsbereitschaft in UK fiel in einem höheren Maße aus als erwartet. Ähnliches gilt für das operative Ergebnis, welches mit 3,17 Mio. € unterhalb unserer Prognosen von 3,82 Mio. € ausfiel.

Die konjunkturbedingte Zurückhaltung der Kunden in Großbritannien dürfte sich jedoch nach und nach auflösen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft Maßnahmen zur Ertragssteigerung ergriffen. Investitionen in die Bereiche Mobile Marketing sowie Planung und Strategie sollen neue Geschäftsfelder erschließen. Hierfür wurden in der Gruppe sieben neue Mitarbeiter mit neuen Aufgaben betraut.

Zugleich forciert die Syzygy AG mit der Eröffnung einer Auslandsniederlassung von Hi-ReS! in New York die Internationalisierungsstrategie. Die Tochtergesellschaft wurde auf Wunsch eines Großkunden aufgebaut um diesen auf dem amerikanischen Markt zu betreuen. Aufgrund vorher vereinbarter Budgets dürfte trotz Anlaufkosten für diese Vertretung ein leicht positives Ergebnis erzielt werden. Weitere Potenziale mit amerikanischen Neukunden sollen hieraus sukzessive erschlossen werden. Ebenfalls erwähnenswert ist die geplante Beteiligung (Letter of Intent ist bereits unterschrieben) an der polnischen Kreativschmiede Ars Thanea, die sich auf rund 26 % belaufen soll.

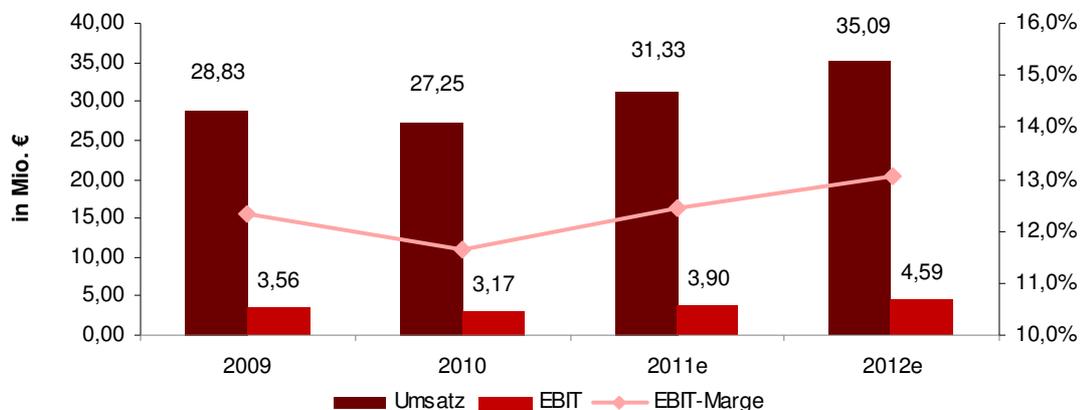
Aufgrund dieser Faktoren, aber auch die Tatsache eines sich langsam auflösenden Investitionsstaus in UK, bei einer gleichbleibend stabilen Entwicklung in Deutschland, sehen wir die Vorstandsprognosen, die für 2011 ein zweistelliges Umsatzwachstum in Aussicht stellen, als realistisch an. Für das Gesamtjahr 2011 erwarten wir ein Umsatzniveau von 31,33 Mio. €. Damit dürfte sich das Umsatzwachstum auf 15,0 % belaufen. Insgesamt haben wir

mit dieser Prognose unsere bisherige Schätzung, die von Umsätzen in Höhe von 32,35 Mio. € ausging, leicht reduziert. Dies ist als Folge des unter unseren Erwartungen verlaufenen Geschäftsjahres 2010 zu verstehen. Für das kommende Geschäftsjahr 2012 gehen wir von Nettoumsätzen in Höhe von 35,09 Mio. € und damit von einem Plus von 12,0 % aus.

#### Ergebnisprognosen - sukzessiver Anstieg der EBIT-Marge auf Zielgröße von 14 %

Die Syzygy AG plant künftig das margenarme Geschäft zugunsten margenträchtiger Umsätze zu reduzieren. Die derzeit erreichten EBIT-Niveaus von 11,6 % dienen dabei nicht als Maßgröße für die künftigen Unternehmensplanungen. Der aktuelle Wert ist vor dem Hintergrund der Schwierigkeiten in der UK-Region als unterdurchschnittlich zu werten. Analog zu den Unternehmensaussagen dürfte ein sukzessiver Anstieg der Ergebnisqualität auf eine Ziel-EBIT-Marge von 14 % sichtbar werden. Diese haben wir als Basis für unsere Planungen zugrunde gelegt und in 2011 einen Anstieg des EBIT auf 3,90 Mio. € (EBIT-Marge: 12,5 %) sowie für 2012 auf 4,59 Mio. € (EBIT-Marge: 13,1 %) angenommen.

**Umsatz- und Ergebnisprognosen (2009-2012e)**



Quelle: GBC AG

Unterm Strich erwarten wir ein EPS von 0,27 € (GJ 11) und 0,31 € (GJ 12). Die gute Liquiditätssituation der Gesellschaft wird dabei auch weiterhin überdurchschnittliche Dividendenzahlungen ermöglichen. Für die kommenden zwei Schätzperioden erwarten wir einen Anstieg der Dividenden, die bei jeweils 0,25 €/Akte ausfallen dürften.

Die auf diesen Prognosen aufbauende Kurszielermittlung im Rahmen des DCF-Modells berücksichtigt darüber hinaus auch die Tatsache, dass die Gesellschaft rund die Hälfte der in 2010 erfolgten Kaufpreiszahlungen durch Aktien bezahlt hat. Parallel dazu trägt das DCF-Modell der außerordentlich guten Entwicklung des Working Capital Rechnung.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. 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 %.

#### 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 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 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,26 % (bisher: 11,01 %).

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,26 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 5,10 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 4,98 € leicht nach oben hin angepasst. Diese leichte Erhöhung des Kursziels ist dabei hauptsächlich auf die im Jahr 2010 erfolgte Earn-Out-Zahlung für unquedigital UK, die zur Hälfte durch Aktien bezahlt wurde. Die damit zusammengehörende Kapitalerhöhung wirkte sich kurserhöhend aus. Ein weiterer Effekt ist die positive Entwicklung des Working Capital, welche zu einem positiven Free Cashflow geführt hatte. Das DCF-Modell hat diesen Faktoren mit einer leichten Erhöhung des Kursziels Rechnung getragen.

## Syzygy 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	14,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	35,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,2%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	31,33	35,09	36,85	38,69	40,63	42,66	44,79	47,03	
US Veränderung	15,0%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	14,78	15,26	15,35	15,35	15,35	15,35	15,35	15,35	
EBITDA	4,72	5,51	6,26	6,58	6,91	7,25	7,61	8,00	
EBITDA-Marge	15,1%	15,7%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	3,90	4,59	5,46	5,74	6,02	6,33	6,64	6,97	
EBITA-Marge	12,5%	13,1%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%	14,8%
Steuern auf EBITA	-1,17	-1,38	-1,64	-1,72	-1,81	-1,90	-1,99	-2,09	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,73	3,21	3,82	4,02	4,22	4,43	4,65	4,88	
Kapitalrendite	-224,0%	91,2%	101,4%	101,8%	101,8%	101,8%	101,8%	101,8%	99,7%
Working Capital (WC)	1,40	1,47	1,54	1,62	1,70	1,79	1,88	1,97	
WC zu Umsatz	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in WC	-4,37	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,12	2,30	2,40	2,52	2,65	2,78	2,92	3,06	
AFA auf OAV	-0,82	-0,92	-0,81	-0,84	-0,88	-0,93	-0,97	-1,02	
AFA zu OAV	38,7%	40,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in OAV	-1,19	-1,10	-0,91	-0,96	-1,01	-1,06	-1,11	-1,17	
Investiertes Kapital	3,52	3,77	3,94	4,14	4,35	4,57	4,79	5,03	
EBITDA	4,72	5,51	6,26	6,58	6,91	7,25	7,61	8,00	
Steuern auf EBITA	-1,17	-1,38	-1,64	-1,72	-1,81	-1,90	-1,99	-2,09	
Investitionen gesamt	-6,59	-1,17	-0,98	-1,04	-1,09	-1,14	-1,20	-1,26	
Investitionen in OAV	-1,19	-1,10	-0,91	-0,96	-1,01	-1,06	-1,11	-1,17	
Investitionen in WC	-4,37	-0,07	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	-0,09	
Investitionen in Goodwill	-1,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,04	2,96	3,65	3,82	4,01	4,21	4,42	4,64	58,90

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	45,89	48,10
Barwert expliziter FCFs	17,99	17,06
Barwert des Continuing Value	27,90	31,04
Nettoschulden (Net debt)	-19,56	-20,41
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	65,45	68,52
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	65,45	68,52
Ausstehende Aktien in Tsd.	12,828	12,828
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,10	5,34

### 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%
<b>WACC</b>	<b>11,3%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
95,7%	5,45	5,22	5,01	4,83	4,67
97,7%	5,51	5,27	5,06	4,87	4,71
99,7%	5,56	5,32	5,10	4,92	4,75
101,7%	5,62	5,37	5,15	4,96	4,79
103,7%	5,67	5,42	5,19	5,00	4,83

## Fazit

### Solide Onlineagentur mit guten Wachstumsperspektiven und hohem Kurspotenzial

Die operative Entwicklung der Syzygy AG war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 einerseits von einer starken Entwicklung in Deutschland und andererseits von einer anhaltenden Investitionsschwäche in Großbritannien geprägt. Die heterogene Entwicklung dieser zwei Segmente wird gut an der Umsatzentwicklung der beiden Bereiche sichtbar.

So konnten die Nettoumsätze in Deutschland deutlich um 10,8 % auf 17,91 Mio. € zulegen. Hier profitierte die Gesellschaft von einem sehr attraktiven Marktumfeld, das von einer Auflösung der zuvor gesehene Investitionszurückhaltung geprägt war. Die Wachstumsraten des Online-Werbemarktes lagen in 2010 bei rund 26 % und damit erreichte die Branche für Internetwerbung ein Gesamtmarktvolumen von 5,36 Mrd. € (VJ: 4,26 Mrd. €).

Im Vergleich dazu fiel die Dynamik des reiferen Onlinewerbemarktes in Großbritannien mit einem Plus von rund 13 % geringer aus. Nach wie vor konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 bei den Investitionsbudgets eine Zurückhaltung beobachtet werden, eine Tatsache, die sich auch in der Erlössituation der Syzygy AG widerspiegelt. Die Nettoumsätze der englischen Tochtergesellschaft gingen dabei vor allem aufgrund einer anhaltend schwachen Entwicklung in der Automotivebranche um 24,6 % auf 10,24 Mio. € (VJ: 13,59 Mio. €) zurück. Weitere Belastungen waren hier auch aus dem Wegfall eines wichtigen Kunden entstanden.

Aufgrund der unterdurchschnittlichen Entwicklung in UK lag das EBIT mit 3,17 Mio. € um 11,0 % unterhalb des Vorjahreswertes von 3,56 Mio. €. Durch einen steuerlichen Sonderfall, der zu einer erheblichen Minderung der Steueraufwendungen auf -0,48 Mio. € (VJ: -1,56 Mio. €) geführt hatte, konnte die Syzygy AG jedoch eine positive Entwicklung des Nachsteuerergebnisses vorweisen. Die geringe Steuerbelastung ist auf eine strittige Teilwertabschreibung auf eine ausländische Beteiligung aus dem Jahr 2002 zurückzuführen, die durch den Europäischen Gerichtshof und den Bundesfinanzhof in vergleichbaren Fällen entschieden wurde. Dementsprechend steigerte sich das Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,28 € (2009) auf 0,30 € und lag damit leicht oberhalb unserer Erwartungen.

Wir haben in unseren Prognosen die realistische Annahme eines anziehenden Geschäftes, vor allem aufgrund einer erwarteten Auflösung der Investitionszurückhaltung in Großbritannien, berücksichtigt. Darüber hinaus hat die Gesellschaft Maßnahmen zur Ertragssteigerung ergriffen. Investitionen in den Bereichen Mobile Marketing sowie Planung und Strategie sollen neue Geschäftsfelder erschließen. Parallel hierzu wurde in New York eine Auslandsniederlassung der Londoner Tochtergesellschaft Hi-ReS! eröffnet, was eine größere regionale Nähe zu den amerikanischen Kunden ermöglicht. Zukünftig sollen hieraus auch die guten Potenziale des amerikanischen Marktes genutzt werden.

Analog zu den Unternehmensprognosen erwarten wir auf Umsatzbasis für das laufende Geschäftsjahr 2011 ein zweistelliges Wachstum, welches wir bei 15,0 % taxieren. Damit dürfte die Syzygy AG Umsatzerlöse in Höhe von 31,33 Mio. € erzielen. Mit prognostizierten Nettoumsätzen von 35,09 Mio. € erwarten wir für das kommende Geschäftsjahr 2012 nur eine leichte Reduktion der Umsatzdynamik auf +12,0 %. Die dazugehörigen Ergebnisniveaus auf EBIT-Basis von 3,90 Mio. € (GJ 11) respektive 4,59 Mio. € (GJ 12) entsprechen einem EBIT-Margenanstieg auf 12,5 % (GJ 11) sowie 13,1 % (GJ 12). Langfristig dürfte sich die EBIT-Marge dann auf rund 14,0 % einpendeln. Unterm Strich erwarten wir ein EPS von 0,27 € (GJ 11) und 0,31 € (GJ 12). Die gute Liquiditätssituation der Gesellschaft wird dabei auch weiterhin überdurchschnittliche Dividendenzahlungen ermöglichen. Für die kommenden zwei Schätzperioden erwarten wir einen Anstieg der Dividenden, die bei jeweils 0,25 €/Akte ausfallen dürften.

**Auf Grundlage unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Jahres 2010 einen fairen Wert je Aktie von 5,10 € (bisher: 4,98 €) ermittelt. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 3,80 € entspricht dies einem Potenzial von 34,2 %. 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](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)