



## Researchstudie (Update)



**Moderates Wachstum sollte sukzessive zulegen**

**Kursziel: 4,80 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

**Kaufen**

**Kursziel: 4,80**

aktueller Kurs: 3,60

3.8.2011 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

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

Marketcap<sup>3</sup>: 46,18

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 22,12

<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 IV

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

**Unternehmensprofil**

Branche: Medien

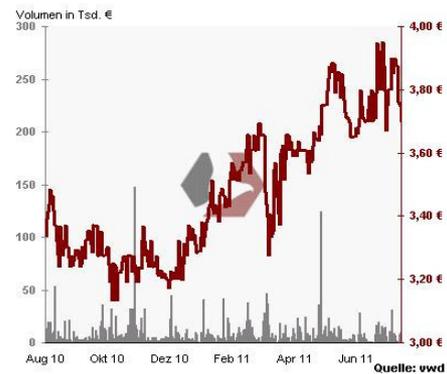
Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 270 Stand: 30.6.2011

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andrew Stevens



Syzygy ist eine internationale Agenturgruppe für interaktives Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Hamburg, London und New York. Der Konzern beschäftigt rund 270 Mitarbeiter und umfasst sieben operative Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des interaktiven Marketings erbringen: Syzygy Deutschland GmbH und Syzygy UK Ltd entwickeln Webpräsenzen, Online-Kampagnen und Plattformen („Design & Build“), unquedigital GmbH und Unique Digital Marketing Ltd bieten ihren Kunden u. a. Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Social-Media-Strategien. Das Design-Studio Hi-ReS! London Ltd ist weltweit renommiert für die Entwicklung digitaler Erlebniswelten und gilt als Top-Adresse für kreative Internetprojekte. Als 100-prozentige Töchter der Syzygy AG nahmen in diesem Jahr die neu gegründeten Gesellschaften Hi-ReS! New York Inc und Hi-ReS! Hamburg GmbH ihren Geschäftsbetrieb auf. Zu den Kunden des Konzerns gehören unter anderen AVIS, Chanel, Dolce & Gabbana, Commerzbank, Daimler, Fleurop, Fujifilm, Jägermeister, Mazda, Otto, Telefónica o2 Germany, Tui und das ZDF.

**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	28,61	32,90
EBITDA	4,27	3,94	3,66	4,87
EBIT	3,56	3,17	2,84	3,95
Jahresüberschuss	3,33	3,80	2,76	3,53

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,26	0,30	0,21	0,28
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,25

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,77	0,81	0,77	0,67
EV/EBITDA	5,18	5,61	6,04	4,54
EV/EBIT	6,21	6,98	7,79	5,60
KGV	13,87	12,15	16,73	13,08
KBV		1,14		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**

- 29.-31.08.2011: Small Cap Konf.
- 06.09.2011: ZKK Züricher Kapitalmarktkonf.
- 28.10.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht
- 21.-23.11.2011: Eigenkapitalforum Frankfurt
- 07.12.2011: 12. MKK

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

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

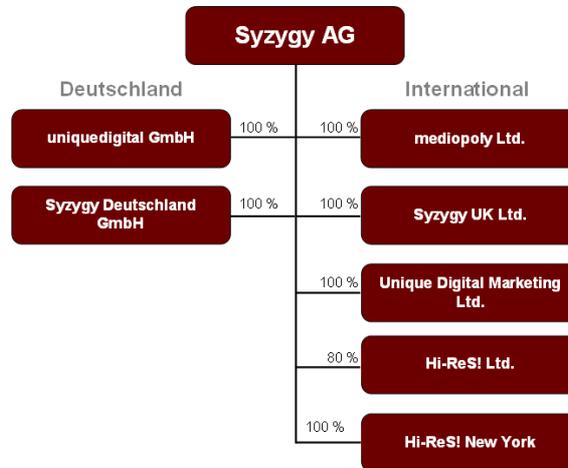
- 4.5.2011: RS / 5,10 / KAUFEN
- 13.4.2011: RS / 5,10 / KAUFEN
- 7.12.2010: RG / 4,98 / KAUFEN
- 5.11.2010: RS / 4,98 / KAUFEN
- 4.8.2010: RS / 4,98 / KAUFEN

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.

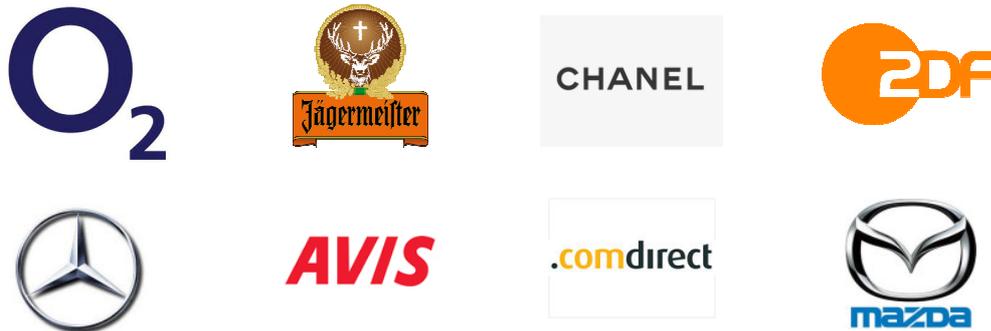
## Unternehmen

### Konsolidierungskreis der Syzygy AG



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Ausgewählte Kunden der Syzygy AG

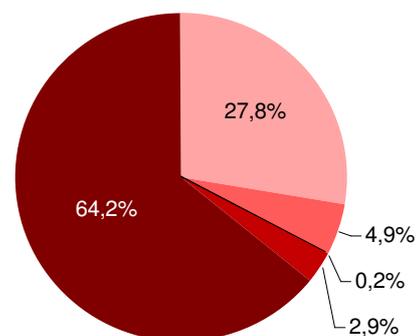


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Aktionärsstruktur der Syzygy AG

Anteilseigner in %		30.06.2010	30.06.2011
WPP Ltd.	■	27,8 %	27,8 %
Marco Seiler	■	4,9 %	4,9 %
Syzygy AG	□	0,2 %	0,2 %
Andy Stevens	■	2,9 %	2,9 %
Free Float	■	64,2 %	64,2 %

#### Aktionärsstruktur (30.06.2011)



## Geschäftsentwicklung und Prognose

### Geschäftsentwicklung 1 Halbjahr 2011 - Top-Line positiv, Ergebnis rückläufig

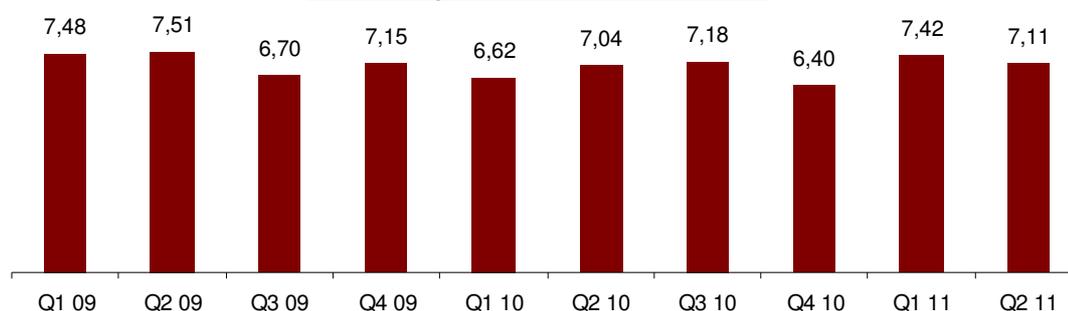
In Mio. €	1.HJ 2010	Δ 2010/2011	1. HJ 2011
<b>Umsatz</b>	13,66	+6,3 %	14,53
<i>davon in Deutschland</i>	8,62	+3,3 %	8,90
<i>davon International</i>	5,34	+2,4 %	5,47
<b>EBITDA (Marge)</b>	2,10 (15,3 %)	-7,3 %	1,94 (13,4 %)
<b>EBIT (Marge)</b>	1,71 (12,5 %)	-4,4 %	1,63 (11,2 %)
<b>Periodenüberschuss</b>	1,59	-5,2 %	1,51
<b>EPS</b>	0,13	-7,7 %	0,12

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

#### Umsatzentwicklung - Deutschland solide, Internationales Geschäft belastet

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 erwirtschaftete die Syzygy AG Umsatzerlöse in Höhe von 14,53 Mio. € und weist damit ein um +6,3 % höheres Umsatzniveau als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum (1.HJ 10: 13,66 Mio. €) auf. Dieser leichte Anstieg ist dabei als Folge einer allgemein verbesserten Konjunkturlage, welche positive Impulse für den traditionell spätzyklischen Werbemarkt lieferte, zu verstehen. Über die letzten Quartale hinweg konnte dabei die Gesellschaft eine positive Tendenz vorweisen, die jedoch im abgelaufenen zweiten Quartal unterbrochen wurde. In der abgelaufenen Berichtsperiode reduzierten sich dabei die Erlöse gegenüber dem Vorquartal Q1/11 um -4,3 % auf 7,11 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr konnten die Umsätze marginal um +0,9 % (Q2/10: 7,04 Mio. €) verbessert werden.

Entwicklung der Nettoumsätze (in Mio. €)



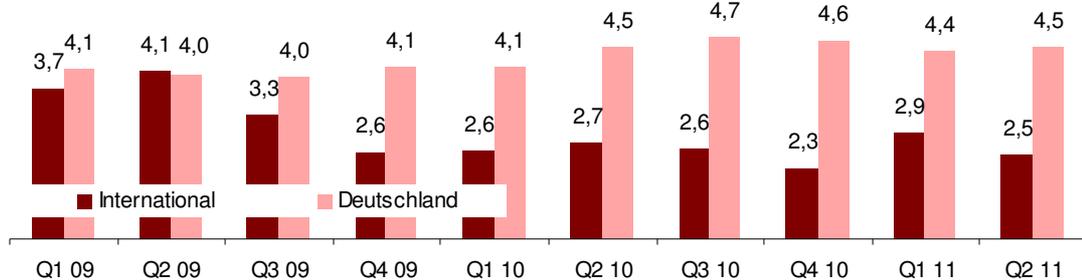
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Für den oben dargestellten leichten Trendbruch sind hauptsächlich die internationalen Umsätze der Gesellschaft verantwortlich. Es muss hier angemerkt werden, dass die Syzygy AG seit dem zweiten Quartal 2011 eine regionale Umsatzdifferenzierung nach „International“ und „Deutschland“ vornimmt. Erstgenanntes Segment berücksichtigt dabei die im Ausland erzielten Umsätze, vornehmlich jedoch aus Großbritannien. Die neu gegründete Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York befindet sich derzeit in der Aufbauphase und hat daher noch keine nennenswerten Umsätze beigetragen.

Die regionale Aufteilung der Umsätze offenbart dabei ein Bild, welches bereits in den letzten Quartalen beobachtet werden konnte. So profitierte die Syzygy AG insbesondere von positiven Impulsen aus dem inländischen Design & Build-Geschäft, wohingegen die ausländische Umsatzsituation von einer schleppenden Konjunktorentwicklung in Großbritannien geprägt war. Das Marktumfeld in Deutschland war dabei sowohl von positiven Konjunkturvorgaben, als auch von steigenden Werbeinvestitionen, geprägt. Die Konjunkturerholung in Großbritannien gestaltete sich im Vergleich dazu weniger dynamisch. Flankierend hierzu weisen die Werbeausgaben nur marginale Steigerungsraten auf, so dass signifikante positive Impulse auch im abgelaufenen Quartal ausgeblieben sind. Gut sichtbar wird dies an den von der Syzygy AG erzielten internationalen Umsätzen, die auf Quartalsbasis seit dem Geschäftsjahr 2009 die 3,0 Mio. €-Marke nicht mehr überschritten haben. Im abgelaufenen

zweiten Quartal 2011 erzielte die Gesellschaft internationale Umsätze in Höhe von 2,54 Mio. €. Im Gegensatz hierzu besticht die Entwicklung in Deutschland mit soliden Umsatzniveaus, die sich in den letzten vier Quartalen bei etwa 4,5 Mio. € oder leicht darüber eingependelt haben. Mit einem namhaften Getränkehersteller und der KfW-Bank konnte die Syzygy AG in Deutschland darüber hinaus zwei weitere renommierte Kunden für sich gewinnen.

**Nach Regionen aufgeteilte Nettoumsätze in Mio. €**

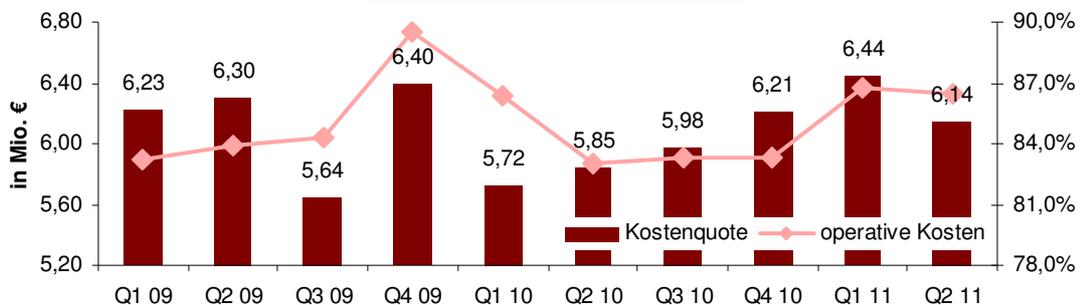


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

**Ergebnisentwicklung - unterproportionale Entwicklung durch Sonderaufwendungen**

Entgegen der auf Sicht des ersten Halbjahres positiven Umsatzentwicklung, reduzierte sich das operative Ergebnis (EBIT) der Gesellschaft um -4,4 % auf 1,63 Mio. € (1.HJ 10: 1,71 Mio. €). Die daraus resultierende unterproportionale Entwicklung des EBIT lässt sich hauptsächlich auf eine gesteigerte Kostenbasis zurückführen. Im Zusammenhang mit der Gründung der neuen Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York sowie mit der Entwicklung einer neuen Corporate Identity fielen außerordentliche Marketing- und Verwaltungsausgaben an. Im ersten Halbjahr lagen somit die Betriebsausgaben mit 12,59 Mio. € um 8,8 % über dem Wert des Vorjahres von 11,57 Mio. €. Analog hierzu erhöhte sich die auf die Nettoumsätze bezogene Quote der operativen Kosten von 84,7 % (1.HJ 10) auf 86,6 %.

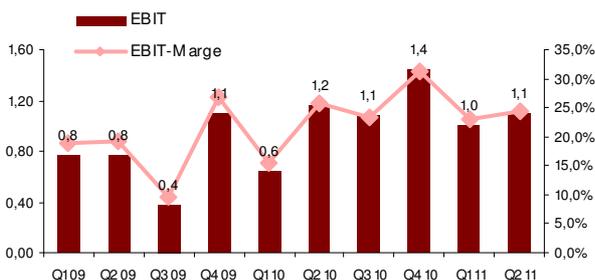
**Entwicklung operative Kosten**



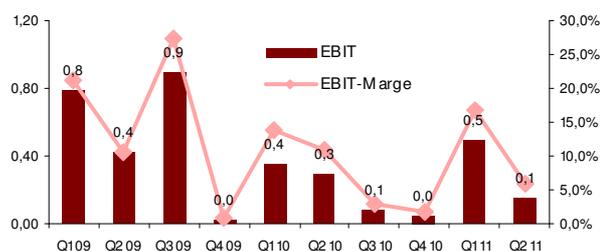
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Parallel zur Umsatzentwicklung lagen die ausländischen Ergebnisbeiträge auf einem verhältnismäßig niedrigen Niveau. Im ersten Halbjahr trug das Auslandssegment mit 0,64 Mio. € (VJ: 0,66 Mio. €) zum Unternehmens-EBIT bei. Das in Deutschland erzielte operative Ergebnis (EBIT) erhöhte sich um +17,4 % auf 2,11 Mio. € (VJ: 1,80 Mio. €).

**Ergebnisentwicklung D**



**Ergebnisentwicklung International**



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Insgesamt bleibt somit das operative Ergebnis (EBIT) von 1,63 Mio. € (EBIT-Marge: 11,2 %) insbesondere aufgrund einer anhaltenden Schwäche im internationalen Geschäft, aber auch aufgrund außerordentlicher Aufwendungen leicht unterhalb unserer Erwartungen.

Unter Berücksichtigung eines positiven Finanzergebnisses von 0,54 Mio. € (VJ: 0,57 Mio. €), sowie von Steueraufwendungen in Höhe von -0,67 Mio. €, beläuft sich das Periodenergebnis auf 1,51 Mio. €. Dieses liegt um -5,2 % unterhalb des Vorjahresniveaus von 1,59 Mio. €.

**Bilanz - Weiterhin sehr solide Bilanzrelationen, stichtagsbedingter Working Capital-Anstieg**

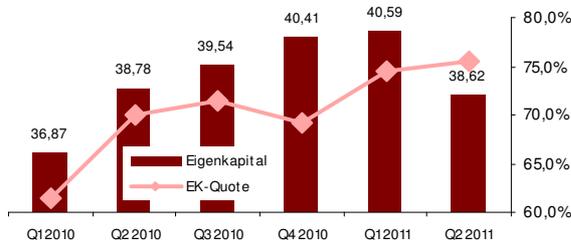
In Mio. €	31.12.2010	30.06.2011
<b>Eigenkapital (EK-Quote)</b>	40,41 (69,1 %)	38,62 (75,5 %)
<b>Working Capital</b>	-2,97	3,13
<b>Finanzmittel</b>	24,37	15,74
<b>Nettofinanzvermögen</b>	24,06	15,44

Quelle: Syzygy AG; GBC AG (eigene Berechnungen)

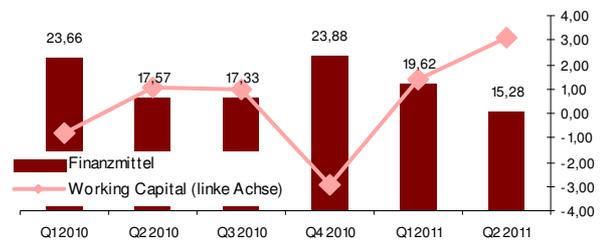
Unseres Erachtens ist die bilanzielle Situation der Gesellschaft auch zum 30.06.2011 als sehr solide zu werten. Insgesamt weist die Gesellschaft bei einem Eigenkapital von 38,62 Mio. € eine Eigenkapitalquote von 75,5 % auf. Gegenüber dem 31.12.2010 reduzierte sich zwar das Eigenkapital aufgrund von Dividendenzahlungen und Wechselkurseffekten, die Eigenkapitalquote steigerte sich jedoch infolge einer reduzierten Bilanzsumme.

Die Minderung der Bilanzsumme lässt sich auf der Aktivseite in erster Linie durch einen Rückgang der kurzfristigen Wertpapiere und liquiden Mittel auf 15,28 Mio. € (31.12.10: 23,88 Mio. €) erklären. Diese Reduktion resultiert dabei aus erfolgten restlichen Kaufpreiskomponenten (-0,78 Mio. €), Dividendenzahlungen (-2,56 Mio. €), als auch aus dem negativen Cashflow (-3,77 Mio. €).

**Eigenkapital (in Mio. €)- und EK-Quote**



**Finanzmittel / Working Capital (in Mio. €)**



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die wesentliche Veränderung auf der Passivseite wird durch den Rückgang des kurzfristigen Fremdkapitals von 17,75 Mio. € (31.12.10) auf 12,23 Mio. € (30.06.11) repräsentiert. Hier findet sich ein stichtagsbedingter Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen von 9,21 Mio. € (31.12.10) auf 6,00 Mio. € (30.06.11). Flankiert wird dieser von einer Minderung der sonstigen Verbindlichkeiten (-1,47 Mio. €) sowie einer Minderung von Steuerrückstellungen. Infolge einer von der Syzygy AG geleisteten Steuerzahlung reduzierten sich diese gegenüber dem Geschäftsjahresende 2010 um -1,54 Mio. €.

Demzufolge erhöhte sich das von uns errechnete Nettoumlaufvermögen (Working Capital) von einem zuvor negativen Wert von -2,97 Mio. € (31.12.10) deutlich auf 3,11 Mio. €. Der operative Cashflow der ersten sechs Monate 2011 fiel im Wesentlichen aufgrund dieser Entwicklung mit -4,99 Mio. € negativ aus. Der Nettoerlös aus dem Verkauf von Wertpapieren in Höhe von 4,68 Mio. € hat die negativen Effekte auf den freien Cashflow aus dem Anstieg des Working Capital abgemildert. Der freie Cashflow lag bei -1,21 Mio. € und damit deutlich oberhalb des Vorjahresniveaus von -3,01 Mio. €.

**Prognose & Modellannahmen - geringere Wachstumsdynamik nach Prognoseanpassung**

In Mio. €	2010	2011e (neu)	2011e (alt)	2012e (neu)	2012e (alt)
<b>Umsatz (netto)</b>	27,25	28,61	31,33	32,90	35,09
<b>EBITDA</b>	3,94	3,66	4,72	4,87	5,51
<b>EBIT</b>	3,17	2,84	3,90	3,95	4,59
<b>Jahresüberschuss</b>	3,80	2,76	3,50	3,53	3,98
<b>EPS*</b>	0,30	0,21	0,27	0,28	0,31

Quelle: GBC AG

Das abgelaufene erste Halbjahr 2011 zeigt insbesondere in der nach Regionen differenzierten Analyse zwei unterschiedliche Trends auf. So kann die Gesellschaft einerseits von einem guten Umfeld in Deutschland profitieren und hier eine erneut stabile Umsatz- und Ergebnisentwicklung vorweisen. Das heimische Umfeld weist dabei nach wie vor eine sehr positive Konjunktorentwicklung auf, welche parallel hierzu positive Impulse für das deutsche Werbeumfeld beisteuerte. Die Syzygy AG konnte vor diesem Hintergrund erneut zwei wichtige Kunden, darunter die KfW-Bank, für sich gewinnen.

Andererseits waren die internationalen Umsätze der Gesellschaft von einer anhaltenden konjunkturbedingten Schwäche geprägt. Ein damit zusammenhängender intensiverer Wettbewerb in der Werbebranche, insbesondere in Großbritannien, hatte zugleich eine Verschärfung der Preissituation zur Folge. Laut Angaben der Gesellschaft gestaltet sich die Neukundengewinnung weiterhin schwierig, ein Umstand, welcher gut an der weiterhin gehemmten Entwicklung der internationalen Umsätze abgelesen werden kann. Bedingt durch Anlaufverluste für die amerikanische Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York war das Auslandsgeschäft auch auf der Ergebnisseite belastet.

Aufgrund dieser Entwicklung, die unterhalb unserer vorher publizierten Erwartungen ausgefallen ist, haben wir die konkreten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2011 und für 2012 nach unten angepasst. Umsatzseitig entsprechen wir dabei den Unternehmensaussagen, wonach für das laufende Geschäftsjahr 2011 ein moderates Wachstum erwartet wird. Unserer Ansicht nach dürfte das zweite Halbjahr 2011 in etwa auf dem Niveau des ersten Halbjahres 2011 ausfallen, so dass auf Basis des Gesamtjahres 2011 mit 28,61 Mio. € gegenüber dem Vorjahr ein Umsatzwachstum von +5,0 % erzielt werden dürfte. Bisher lag das von uns prognostizierte Umsatzwachstum bei +15,0 %.

Im kommenden Geschäftsjahr 2012 sollte die Gesellschaft sowohl von den ersten nennenswerten Umsätzen der amerikanischen Tochtergesellschaft (Projektaufträge sind bereits vergeben), als auch von einer Aufhellung des Marktumfelds in Großbritannien profitieren. Besonders positiv auf die Branchenentwicklung in UK dürfte sich gemäß Unternehmensangaben die anstehende Sommerolympiade in London auswirken. Gemäß Branchenstudien dürfte das Wachstum der britischen Werbeumsätze in 2012 bei zwischen 3,3 % und 5,4 % liegen. Unter der Maßgabe eines weiterhin positiven deutschen Branchen Umfelds ist das von der Gesellschaft in Aussicht gestellte zweistellige Umsatzwachstum im Jahr 2012 als realistisch einzustufen. Wir erwarten Umsatzerlöse von 32,90 Mio. € und damit ein Umsatzwachstum in Höhe von +15,0 %. Auch hier haben wir die vorhergehenden Prognosen nach unten angepasst (2012e alt: 35,09 Mio. €).

Aufgrund von Sondereffekten im Zusammenhang mit der Entwicklung einer neuen Markenidentität sowie dem Aufbau der neuen ausländischen Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York dürfte sich das Ergebnis zum Geschäftsjahresende 2011 leicht rückläufig entwickeln. Dieser Annahme, die auch vom Unternehmen kommuniziert wurde, entsprechen wir mit unseren Prognosen, wonach in 2011 ein EBIT in Höhe von 2,84 Mio. € (EBIT-Marge: 9,9 %) erzielt werden dürfte. Die bisherige EBIT-Prognose von 3,90 Mio. € reduzieren wir somit um mehr als 1,00 Mio. €. Sowohl der Wegfall von Sonderaufwendungen als auch ein erwarteter positiver Ergebnisbeitrag der amerikanischen Tochtergesellschaft, dürften das EBIT dann in 2012 überproportional auf 3,95 Mio. € (EBIT-Marge: 12,0 %) ansteigen lassen.

## 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 16,0 % 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: 3,25 %).

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: 11,26 %) (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: 11,26 %).

#### 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 2012 entspricht als **Kursziel 4,80 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 5,10 € nach unten angepasst. Die Kurszielreduktion lässt sich hauptsächlich auf die niedrigere Prognosebasis für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 zurückführen. Das bisherige Kursziel war darüberhinaus auf Basis des Geschäftsjahresendes 2011 ausformuliert. Aufgrund eines Roll-Over-Effekts wurde als neue Grundlage des Kursziels das Geschäftsjahresende 2012 bestimmt.

## 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	16,0%	ewige EBITA - Marge	13,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	35,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,3%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	28,61	32,90	34,55	36,27	38,09	39,99	41,99	44,09	
US Veränderung	5,0%	15,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	15,06	15,67	15,02	15,02	15,02	15,02	15,02	15,02	
EBITDA	3,66	4,87	5,53	5,80	6,09	6,40	6,72	7,05	
EBITDA-Marge	12,8%	14,8%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	2,84	3,95	4,79	5,00	5,25	5,51	5,79	6,08	
EBITA-Marge	9,9%	12,0%	13,9%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,85	-1,18	-1,44	-1,50	-1,57	-1,65	-1,74	-1,82	
	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,99	2,76	3,35	3,50	3,67	3,86	4,05	4,25	
Kapitalrendite	-162,8%	83,8%	94,0%	92,4%	92,4%	92,4%	92,4%	92,4%	89,8%
Working Capital (WC)	1,40	1,47	1,49	1,56	1,64	1,72	1,81	1,90	
WC zu Umsatz	4,9%	4,5%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Investitionen in WC	-4,37	-0,07	-0,02	-0,07	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	1,90	2,10	2,30	2,42	2,54	2,66	2,80	2,94	
AFA auf OAV	-0,82	-0,92	-0,74	-0,81	-0,85	-0,89	-0,93	-0,98	
AFA zu OAV	43,2%	43,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in OAV	-0,97	-1,12	-0,94	-0,92	-0,97	-1,01	-1,07	-1,12	
Investiertes Kapital	3,30	3,57	3,79	3,97	4,17	4,38	4,60	4,83	
EBITDA	3,66	4,87	5,53	5,80	6,09	6,40	6,72	7,05	
Steuern auf EBITA	-0,85	-1,18	-1,44	-1,50	-1,57	-1,65	-1,74	-1,82	
Investitionen gesamt	-6,37	-1,19	-0,95	-0,99	-1,04	-1,10	-1,15	-1,21	
Investitionen in OAV	-0,97	-1,12	-0,94	-0,92	-0,97	-1,01	-1,07	-1,12	
Investitionen in WC	-4,37	-0,07	-0,02	-0,07	-0,08	-0,08	-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	-3,56	2,49	3,14	3,31	3,48	3,65	3,83	4,02	50,75

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	39,55	41,52
Barwert expliziter FCFs	15,51	14,77
Barwert des Continuing Value	24,04	26,75
Nettoschulden (Net debt)	-19,04	-20,06
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	58,59	61,58
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	58,59	61,58
Ausstehende Aktien in Mio.	12,828	12,828
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,57	4,80

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

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%
85,8%	5,10	4,89	4,70	4,54	4,40
87,8%	5,16	4,94	4,75	4,59	4,44
89,8%	5,22	5,00	4,80	4,63	4,48
91,8%	5,28	5,05	4,85	4,67	4,52
93,8%	5,33	5,10	4,90	4,72	4,56

## Fazit

Erwartungen an Unternehmensprognosen angepasst; Kursziel auf 4,80 € reduziert; Kaufempfehlung bestätigt

Das erste Halbjahr 2011 fiel bei der Syzygy AG leicht unter unseren Erwartungen aus. So konnte die Gesellschaft zwar mit 14,53 Mio. € die Vorjahresumsätze um +6,3 % übertreffen, wir hatten uns jedoch eine höhere Dynamik versprochen. Die nach Quartalen differenzierte Analyse offenbart dabei eine Umsatzschwäche im zweiten Quartal. Hier konnte die Gesellschaft vor allem aufgrund einer schleppenden Geschäftsentwicklung des internationalen Segmentes nicht an den positiven Trend der Vorquartale anknüpfen. Insgesamt lag das Umsatzniveau des zweiten Quartals mit 7,11 Mio. € um -4,3 % unterhalb des Vorquartals und etwa auf dem Niveau des Vorjahresquartals.

Die internationalen Umsätze der Gesellschaft waren von einer anhaltenden konjunkturbedingten Schwäche geprägt. Ein damit zusammenhängender intensiverer Wettbewerb in der Werbebranche, insbesondere in Großbritannien, hatte zugleich eine Verschärfung der Preissituation zur Folge. Laut Angaben der Gesellschaft gestaltet sich die Neukundengewinnung weiterhin schwierig, ein Umstand, welcher an der gehemmten Entwicklung der internationalen Umsätze abgelesen werden kann. Auf Halbjahresbasis erhöhten sich diese zwar um +2,4 % auf 5,47 Mio. € (VJ: 5,34 Mio. €), in der differenzierten Betrachtung war jedoch das zweite Quartal 2011 von einer rückläufigen Entwicklung geprägt.

Das deutsche Geschäftssegment war hingegen weiterhin von einer hohen Stabilität gekennzeichnet. So konnte die Syzygy AG hier im ersten Halbjahr 2011 um +3,3 % auf 8,90 Mio. € (VJ: 8,62 Mio. €) zulegen. Über die letzten Quartale hinweg entwickelte sich das deutsche Geschäft sehr stabil und die Gesellschaft konnte dabei stets Umsatzerlöse oberhalb von 4,40 Mio. € erzielen. Gleichzeitig gewann Syzygy AG mit Krombacher und der KfW-Bank zwei neue namhafte Kunden.

Entgegen der auf Sicht des ersten Halbjahres positiven Umsatzentwicklung, reduzierte sich das operative Ergebnis (EBIT) der Gesellschaft um -4,4 % auf 1,63 Mio. € (1.HJ 10: 1,71 Mio. €). Die daraus resultierende unterproportionale Entwicklung des EBIT lässt sich hauptsächlich auf eine gesteigerte Kostenbasis zurückführen. Im Zusammenhang mit der Gründung der neuen Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York sowie mit der Entwicklung einer neuen Corporate Identity fielen außerordentliche Marketing- und Verwaltungsausgaben an. Insgesamt blieb das operative Ergebnis (EBIT-Marge: 11,2 %), insbesondere aufgrund der anhaltenden Schwäche im internationalen Geschäft, aber auch als Folge außerordentlicher Aufwendungen, leicht unterhalb unserer Erwartungen.

Dementsprechend haben wir die konkreten Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2011 und für 2012 nach unten hin angepasst. Umsatzseitig entsprechen wir dabei den Unternehmensaussagen, wonach für das laufende Geschäftsjahr 2011 ein moderates Wachstum erwartet wird. Auf Basis des Gesamtjahres 2011 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 28,61 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahr ein Umsatzplus von +5,0 %. Im Zuge einer erwarteten Aufhellung des Marktumfelds in Großbritannien sowie der Erzielung erster nennenswerter Umsatzbeiträge der neuen Tochtergesellschaft Hi-ReS! New York, dürften die Umsätze im kommenden Geschäftsjahr 2012 eine dynamische Entwicklung vorweisen. Unter der Maßgabe eines weiterhin positiven deutschen Branchenumfelds erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 32,90 Mio. € und damit ein Umsatzwachstum in Höhe von +15,0 %. Unterstützt wird dieses von einer Verbesserung der Ergebnisrelationen, die im laufenden Geschäftsjahr noch von Sondereffekten belastet sein dürften. Dementsprechend erwarten wir einen überproportionalen Anstieg des EBIT von 2,84 Mio. € (2011 / EBIT-Marge: 9,9 %) auf 3,95 Mio. € (2012 / EBIT-Marge: 12,0 %).

**Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir ein 2012er Kursziel von 4,80 € je Aktie ermittelt. Ausgehend von einem derzeitigen Kursniveau von 3,60 € je Aktie entspricht dies einem Potenzial von +33,3 %. 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 Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

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

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

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

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Cosmin Filker, 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)