



Researchstudie (Anno)

S / Z / G /
/ AG /

**„Solide Onlineagentur stärkt
Position im attraktiven deutschen Markt“**

Kursziel: 4,60 €

Rating: Kaufen

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

KAUFEN

Kursziel: 4,60

aktueller Kurs: 3,50
13.4.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl³: 12,828

Marketcap³: 44,90
EnterpriseValue³: 24,48
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 64,1 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
HSBC T. & B.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Syzygy AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 269 Stand: 30.12.2011

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andrew Stevens



SYZYG ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Hamburg, Berlin, London und New York. Der Konzern beschäftigt rund 280 Mitarbeiter und umfasst neun operative Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZYG Deutschland GmbH und SYZYG 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. Flankierend hierzu und zur Stärkung der deutschen Präsenz wurden die Design-Studios Hi-ReS! Hamburg GmbH und Hi-ReS! Berlin GmbH gegründet. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören unter anderen AVIS, Chanel, Dolce & Gabbana, Daimler, Fujifilm, Jägermeister etc.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	27,24	28,31	30,58	34,55
EBITDA	3,94	3,22	3,61	4,73
EBIT	3,17	2,59	2,79	3,81
Jahresüberschuss	3,80	2,88	2,95	3,50

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,30	0,22	0,23	0,27
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,25

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,76	0,86	0,80	0,71
EV/EBITDA	5,29	7,61	6,78	5,18
EV/EBIT	6,58	9,46	8,77	6,43
KGV	11,83	15,60	15,24	12,81
KBV		1,12		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
30.04.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht
01.06.2012: Hauptversammlung
30.07.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
27.08.2012: SCC - Small Cap Conference
30.10.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht
12.11.2012: Dt. Eigenkapitalforum
05.12.2012: 14 MKK

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
14.2.2012: RG / 4,80 / KAUFEN
8.11.2011: RS / 4,80 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 4,80 / KAUFEN
4.8.2011: RS / 4,80 / KAUFEN
4.5.2011: RS / 5,10 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	1
Konsolidierungskreis zum 31.03.2012.....	1
Ausgewählte Referenzkunden der Syzygy AG.....	1

Markt und Marktumfeld

Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Großbritannien.....	2
Deutscher Onlinemarkt.....	2
Onlinemarkt in UK.....	3

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	4
Geschäftsentwicklung 2011.....	5
Umsatzentwicklung.....	5
Ergebnisentwicklung.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	8
Entwicklung Cashflow.....	9
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

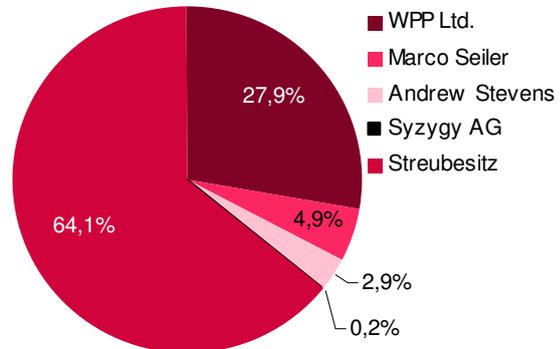
Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

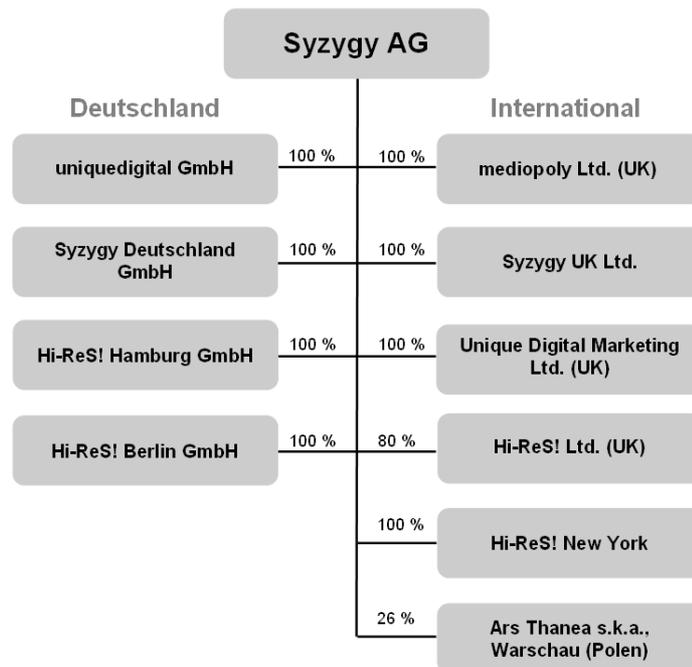
Anteilseigner	31.12.2010	31.12.2011
WPP Ltd.	27,8 %	27,9 %
Marco Seiler	4,9 %	4,9 %
Andrew Stevens	2,9	2,9 %
Syzygy AG	0,2 %	0,2 %
Streubesitz	64,2 %	64,1 %

Aktionärsstruktur (31.12.2011)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Konsolidierungskreis zum 31.03.2012



Quelle: Syzygy AG

Ausgewählte Referenzkunden der Syzygy AG

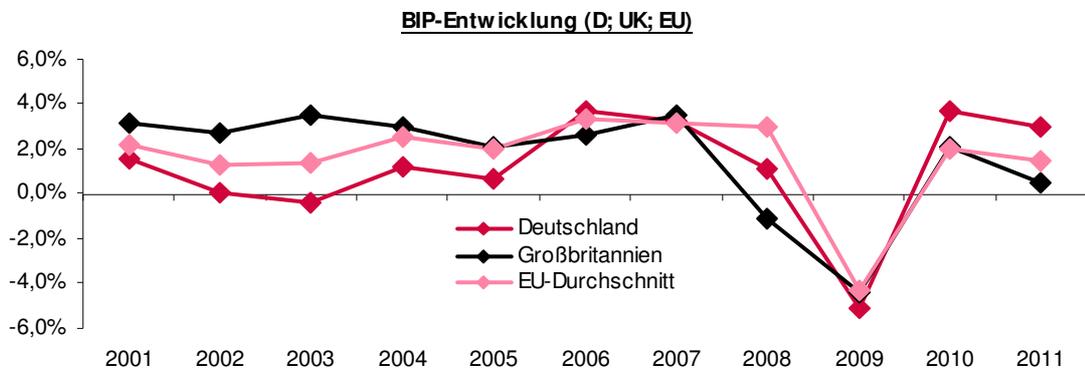


Markt und Marktumfeld

Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Großbritannien

Die deutsche Wirtschaft zeigte sich im abgelaufenen Kalenderjahr 2011 erneut in einer sehr robusten Verfassung und konnte, gemessen am preisbereinigten BIP (Bruttoinlandsprodukt), um +3,0 % gegenüber dem Vorjahr zulegen. Dies ist der zweite signifikante Anstieg in Folge und verdeutlicht somit den begonnenen konjunkturellen Aufholprozess. Die wichtigsten Impulse für diese Entwicklung kamen vor allem aus dem Inland, insbesondere aus dem Konsumbereich. Parallel hierzu bewirkten Aufholeffekte einen Anstieg der Investitionsbereitschaft im Ausrüstungsbereich (darunter Maschinen und Geräte, Fahrzeuge und Bauten).

Die konjunkturelle Entwicklung in Großbritannien fiel hingegen deutlich schwächer aus. Mit einem revidierten Wachstum für 2011 von lediglich +0,5 %, liegt das BIP-Wachstum in Großbritannien deutlich unterhalb des europäischen Durchschnitts (EU-Durchschnitt: +1,5 %). Insbesondere die schwache Entwicklung der Investitionen von Unternehmensseite, aber auch die Konzentration auf den labilen Finanzsektor, haben zu dieser Stagnation geführt.

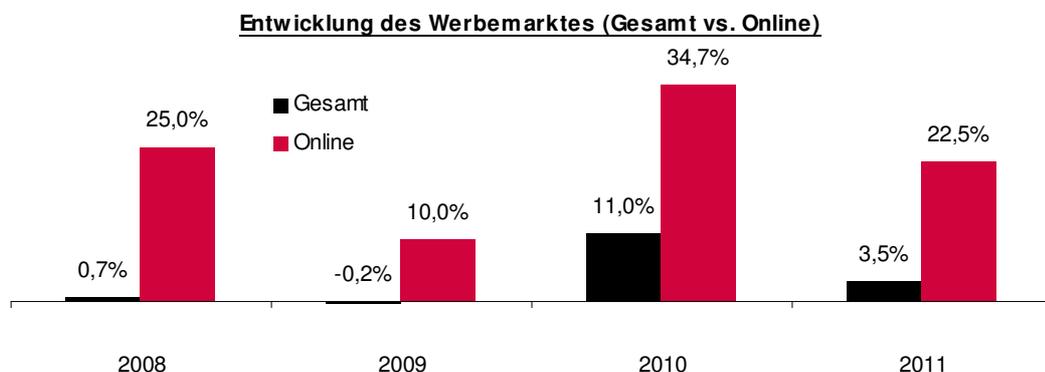


Quelle: Statistisches Bundesamt, Eurostat

Angesichts der Kapitalmarkturbulenzen als Folge der Staatsschuldenkrisen wird eine Abschwächung des deutschen Wirtschaftswachstums erwartet. Wirtschaftsforschungsinstitute, Wirtschaftsverbände und die Bundesregierung erwarten in ihren revidierten Prognosen für das Jahr 2012 einen BIP-Anstieg in einer Bandbreite zwischen +0,4 % und +1,3 %.

Gemäß Prognosen dürfte die konjunkturelle Entwicklung im Vereinigten Königreich für 2012 mit einem erwarteten BIP-Anstieg von +0,6 % ein vergleichbares Wachstum vorweisen.

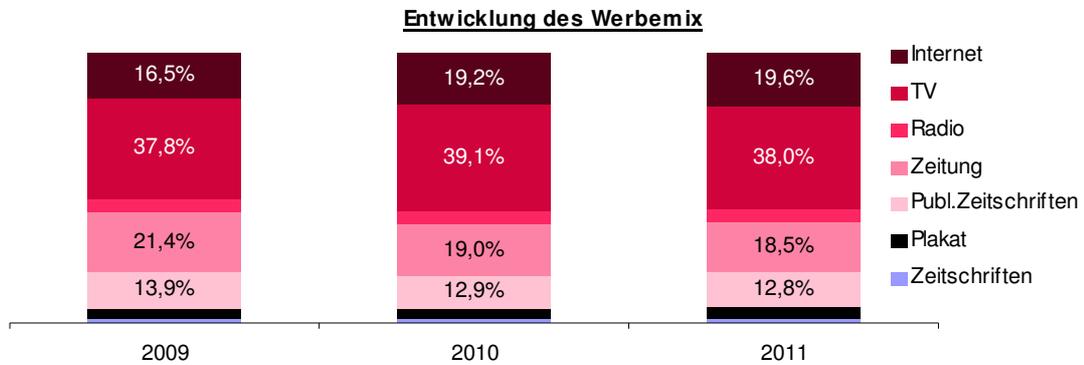
Deutscher Onlinemarkt - Onlinewerbung als Wachstumstreiber



Quelle: Nielsen Media Research GmbH

Der Bruttowerbemarkt in Deutschland konnte in 2011 gemäß dem Marktforschungsunter-

nehmen Nielsen Media Research GmbH Zuwächse in Höhe von +3,5 % verzeichnen. Auch im abgelaufenen Kalenderjahr 2011 lieferte dabei der Onlinewerbemarkt mit einem starken Wachstum um +22,5 % erneut wichtige Impulse für den Gesamtmarkt. Gleichzeitig wird somit die sukzessive Verlagerung von Werbegeldern in den Onlinebereich sichtbar. Je nach Erhebungsmethode belegt das Internet als Werbemedium aufgrund seiner zunehmenden Verbreitung bereits die Spitzenposition im Werbemix (PricewaterhouseCoopers) oder reiht sich hinter TV auf den zweiten Platz ein (Bundesverband Digitale Wirtschaft e.V.).

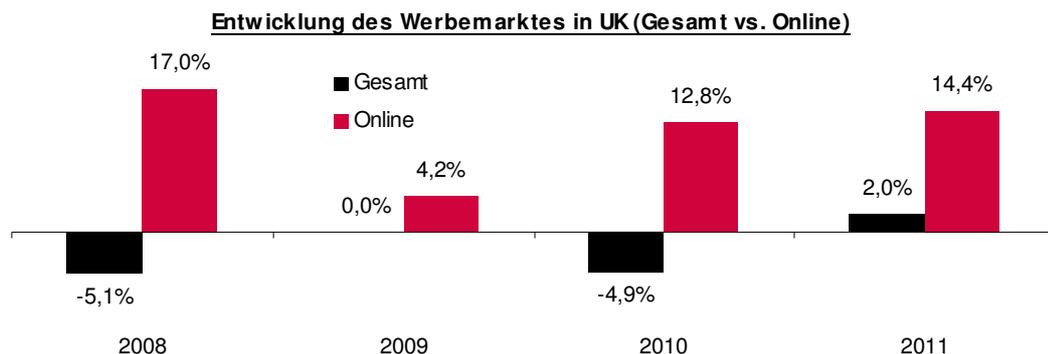


Quelle: OVK Onlinereport 2012/01, herausgegeben vom Bundesverband Digitale Wirtschaft

Die branchen- und generationsübergreifende Verbreitung der Onlinewerbung wird dessen künftige Entwicklung weiterhin positiv gestalten. So dürfte auch für das laufende Jahr 2012 von einer unverändert positiven Entwicklung mit einem prognostizierten Wachstum von +11,0 % (Bundesverband Digitale Wirtschaft e.V.) respektive einem CAGR von +2,9 % bis zum Jahr 2015 (PricewaterhouseCoopers) geprägt sein.

Onlinemarkt in UK - Weiterhin dynamisch, aber etwas schwächer als in Deutschland

Ähnlich dynamisch, wenngleich etwas schwächer als in Deutschland, zeigte sich die Entwicklung des Onlinewerbemarktes in UK. Laut aktuellen Statistiken des Internet Advertising Bureau UK (IAB) trotzte der Onlinewerbemarkt in Großbritannien in 2011 der schwachen konjunkturellen Entwicklung mit einem Anstieg der Werbeausgaben um +14,4 % auf 4,78 Mio. £. Branchen- und medienübergreifend kletterte der englische Werbemarkt nach einer schwachen Phase in den vergangenen Jahren um +2,0 % und erwies sich damit als deutlich wachstumsschwächer als der deutsche Markt.



Quelle: IAB (Internet Advertising Bureau)

Die Prognosen für das laufende Jahr 2012 gehen von einer dynamischeren Entwicklung des gesamten Werbemarktes in UK aus, welche insbesondere durch positive Effekte (beispielsweise Olympische Spiele in London) beeinflusst sein dürfte. Demnach dürfte laut Marktforschungsinstitut ZenitOptimedia der Gesamtmarkt um +3,2 % gegenüber dem abgelaufenen Jahr wachsen. Der erwartete Anstieg der Online-Werbeinvestitionen um +8,7 % sollte hierbei dynamischer ausfallen.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	Δ in %	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012e	Δ in %	GJ 2013e
Nettoumsatzerlöse	27,247	+3,9	28,313	+8,0	30,578	+13,0	34,553
Einstandskosten der erbrachten Leistungen	-18,170	+7,9	-19,609	+8,0	-21,175	+14,3	-23,807
Nettoergebnis	9,077	-4,1	8,704	+8,0	9,403	+14,3	10,746
Vertriebs- und Marketingkosten	-2,415	+5,3	-2,542	+6,2	-2,700	+7,0	-2,890
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-3,810	+3,4	-3,939	+6,4	-4,190	+3,8	4,350
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,316	+15,5	0,365	-23,3	0,280	+7,1	0,300
EBIT	3,168	-18,3	2,588	+7,9	2,793	+36,3	3,806
Finanzergebnis	1,107	+25,3	1,387	-6,3	1,300	-7,7	1,200
Ergebnis vor Steuern	4,275	-7,0	3,975	+3,0	4,093	+22,3	5,006
Steuern	-0,479	+129,0	-1,097	+4,5	-1,146	+31,1	-1,502
Jahresüberschuss	3,796	-24,2	2,878	+2,4	2,947	+18,9	3,504

EBITDA	3,941		3,216		3,613		4,726
in % von den Nettoumsätzen	14,5		11,4		11,8		13,7
EBIT	3,168		2,588		2,793		3,806
in % von den Nettoumsätzen	11,6		9,1		9,1		11,0
Aktienanzahl in Mio. Stück	12,828		12,828		12,828		12,828
Ergebnis je Aktie in €	0,30		0,22		0,23		0,27
Dividende je Aktie in €	0,23		0,20		0,20		0,25

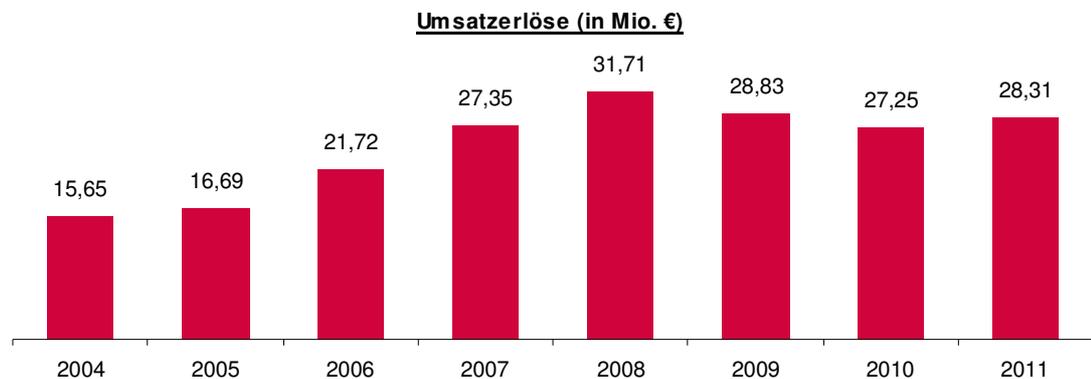
Geschäftsentwicklung 2011 - Umsätze solide, Ergebnisse von Sonderfaktoren belastet

in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011
Umsatzerlöse (netto)	27,25	+3,9 %	28,31
EBITDA (Marge)	3,94 (14,5 %)	-18,4 %	3,22 (11,4 %)
EBIT (Marge)	3,17 (11,6 %)	-18,3 %	2,59 (9,1 %)
Jahresüberschuss	3,80	-24,2 %	2,88
EPS in €	0,30	-24,2 %	0,22

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

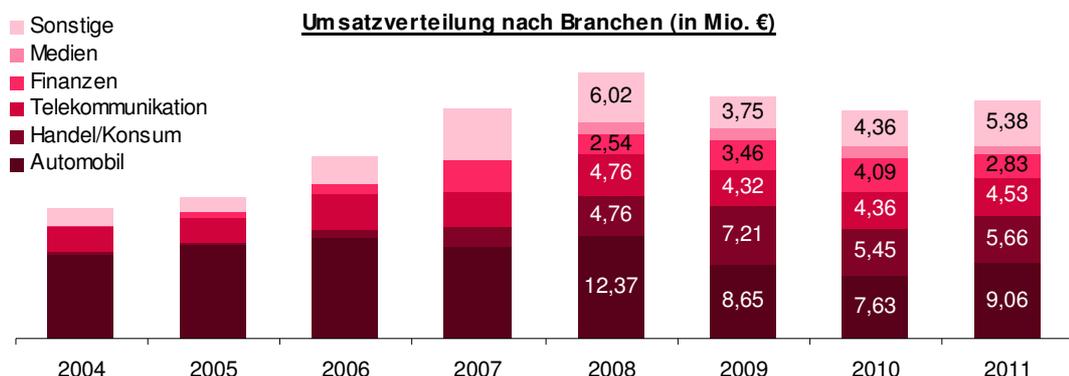
Umsatzentwicklung - Deutschland auf hohem Niveau, UK verbessert sich

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 konnte die Syzygy AG mit einem leichten Umsatzwachstum von +3,9 % auf 28,31 Mio. € (VJ: 27,25 Mio. €) zufriedenstellend abschließen. Gleichzeitig lag das somit erreichte Umsatzniveau in etwa im Rahmen unserer bisherigen Prognosen, wenngleich diese nicht vollumfänglich erreicht wurden. Wie der nachfolgenden Grafik zu entnehmen, haben sich dabei die Umsätze der Gesellschaft in den letzten drei Geschäftsjahren auf ein vergleichbares Niveau eingependelt, nachdem noch in den Vorjahren ein dynamischeres Umsatzwachstum erzielt wurde.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

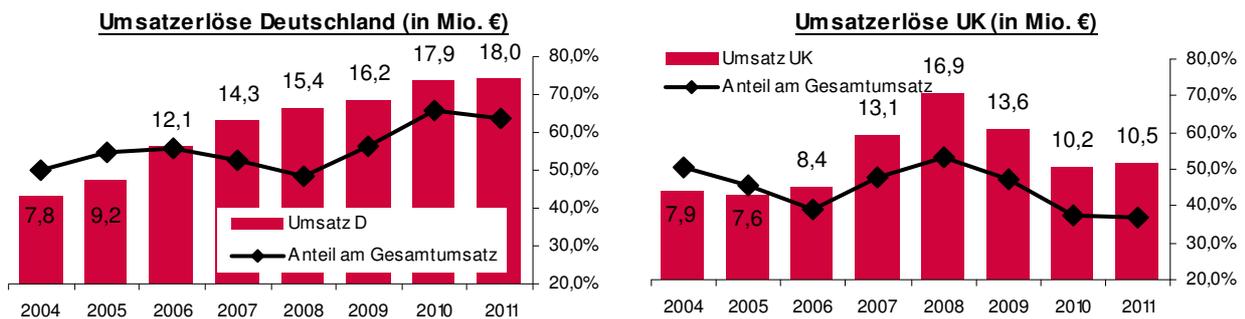
In der Aufteilung nach Branchen wird ein rückläufiges Geschäftsvolumen insbesondere mit den Kunden aus dem Bereich der Finanzdienstleistungen ersichtlich. Demnach haben ab der zweiten Jahreshälfte 2011 speziell krisenbedingte Belastungsfaktoren zu einem restriktiveren Ausgabeverhalten der Kunden aus diesem Segment geführt und analog dazu reduzierte sich der Umsatzanteil mit Finanzkunden von zuvor 15 % (GJ 2010) auf nun 10 %. Insgesamt profitierte jedoch die Syzygy AG von einer guten Investitionsbereitschaft der Kunden anderer Branchen, so dass die rückläufige Umsatzentwicklung mit Kunden aus der Finanzbranche aber kompensiert wurde.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

In der regionalen Umsatzaufteilung wird der verhältnismäßig hohe und stabile Beitrag des Deutschlandgeschäftes ersichtlich. Mit den deutschen Tochtergesellschaften erwirtschaftete die Syzygy AG insgesamt 18,02 Mio. € und damit 63,6 % der Gesamtumsätze. Gegenüber dem Vorjahr fiel die Steigerungsrate mit +0,6 % (VJ: 17,91 Mio. €) verhältnismäßig niedrig aus. Dies begründet sich durch ein schwächeres Onlinemarketing-Geschäft (uniquedigital GmbH), welches durch die solide Entwicklung im Design & Build-Bereich (Syzygy Deutschland GmbH) aufgefangen wurde. Insgesamt haben sich aber die inländischen Umsätze auf einem verhältnismäßig hohen Niveau eingependelt.

Im Berichtssegment „UK“ erwirtschaftete die Gesellschaft mit 10,49 Mio. € insgesamt um +2,5 % höhere Umsätze als im Vorjahr (VJ: 10,24 Mio. €) und konnte somit erstmalig seit dem Geschäftsjahr 2008 wieder einen Umsatzanstieg vorweisen. Das aktuell erreichte Umsatzniveau ist jedoch mit einem Umsatzanteil von 37,1 % unverändert niedrig. Hier spiegelt sich die schleppende Konjunkturerholung in Großbritannien und die damit einhergehende niedrige Investitionsbereitschaft der Kunden wieder.



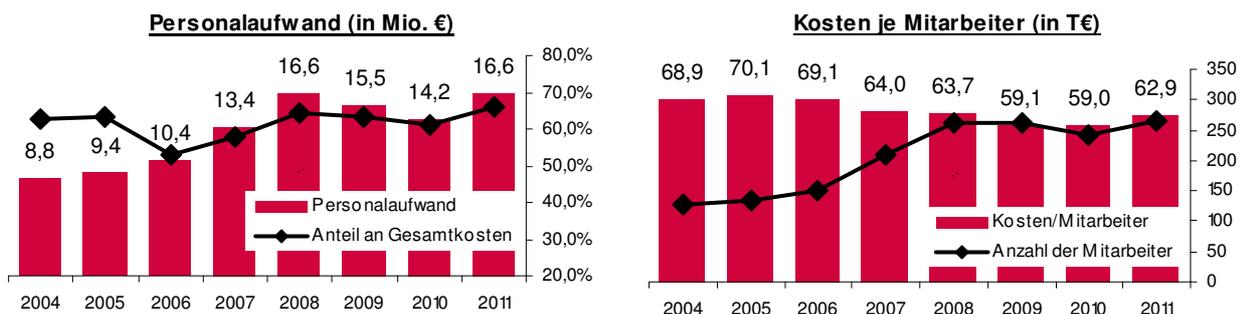
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Bei der regionalen Umsatzanalyse gilt es seit dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2011, eine Besonderheit zu beachten. Demnach hatte die Syzygy AG die bisher praktizierte regionale Segmentsaufteilung von zuvor „Deutschland“ und „International“ auf die aktuelle Segmentierung nach „Deutschland“ und „UK“ umgestellt. Dies hat zur Folge, dass die außerhalb der beiden Länder erzielten Umsätze (beispielsweise Hi-ReS! New York) in der nun vorgenommenen Segmentsaufteilung nicht berücksichtigt werden. Aufgrund der derzeit noch geringen Umsatzvolumina in den USA werden diese Umsätze dem Zentralbereich zugeordnet.

Ergebnisentwicklung - Sonderfaktoren belasten Ergebnissituation

Trotz des dargestellten leichten Erlösanstieges konnten die Ergebnisse der Gesellschaft, vor allem aufgrund gesteigerter Personalaufwendungen sowie Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Gründung von Tochtergesellschaften und Umzugskosten, nicht erhöht werden.

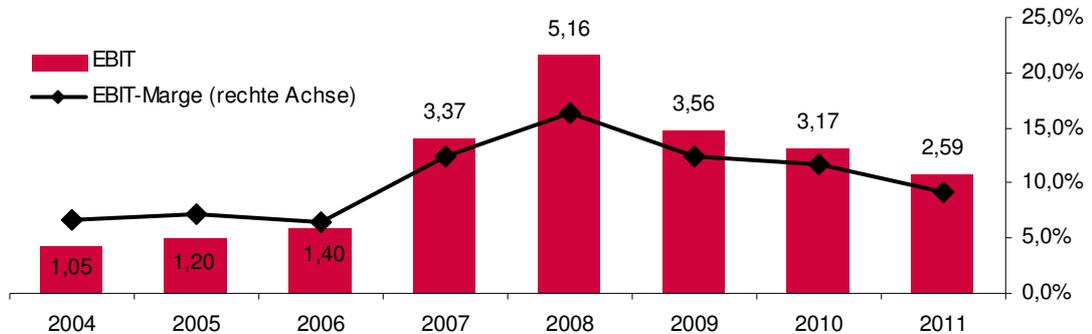
Insgesamt kletterten dabei die Personalaufwendungen, als traditionell größter Kostenblock, um +16,7 % auf 16,60 Mio. € (VJ: 14,23 Mio. €). Diese Entwicklung geht mit einem signifikanten Anstieg der durchschnittlich beschäftigten Mitarbeiter (insbesondere im Onlinemarketing-Bereich) auf 264 (VJ: 241) einher. Der Anteil der Personalkosten an den Gesamtkosten kletterte zudem auf 66,1 % (VJ: 61,0 %).



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Im Zuge ihrer Wachstumsstrategie hat die Syzygy AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 mit der Gründung der Hi-ReS! New York und der Hi-ReS! Hamburg zwei neue Tochtergesellschaften gegründet. Parallel hierzu wurde eine Beteiligung in Höhe von 26 % an der polnischen Kreativschmiede Ars Thanea s.k.a. eingegangen. Diese Maßnahmen, aber auch der Umzug eines Teils der Syzygy Deutschland GmbH in die Frankfurter Innenstadt, haben zu einem Anstieg der Sonderaufwendungen (Anlauf-, Gründungs-, Transaktions-, Umzugskosten) geführt. In Summe lagen diese bei 0,40 Mio. € und führten dementsprechend zu einer weiteren Belastung der Ergebnissituation.

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)

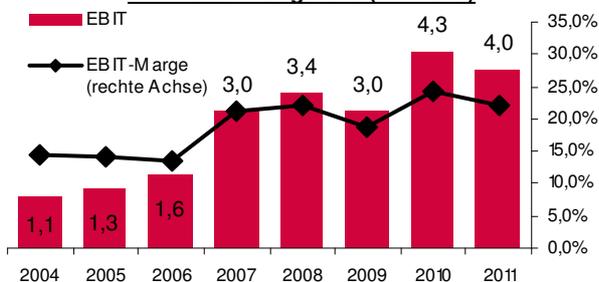


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

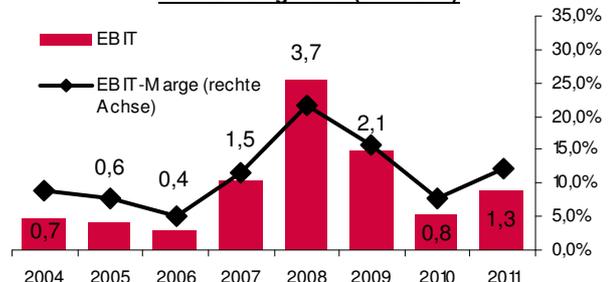
Somit minderte sich das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) um -18,3 % auf 2,59 Mio. € (VJ: 3,17 Mio. €). Die entsprechende EBIT-Marge reduzierte sich ebenfalls von 11,6 % (GJ 2010) auf 9,1 %.

Auch auf EBIT-Basis wird ein signifikant höherer Beitrag des Deutschland-Segmentes ersichtlich. Demnach steuerte das deutsche Segment ein EBIT in Höhe von 3,97 Mio. € (EBIT-Marge: 22,0 %) zum Konzern-EBIT bei. Die entsprechende Größenordnung in UK lag bei 1,28 Mio. € (EBIT-Marge: 12,2 %).

EBIT Dtschl.-Segment (in Mio. €)



EBIT UK-Segment (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die finanzielle Situation der Syzygy AG ist traditionell von einem hohen Liquiditätsbestand geprägt. Demzufolge fällt das Finanzergebnis in der Regel deutlich positiv aus. Mit 1,39 Mio. € wurde in 2011 der Vorjahreswert von 1,11 Mio. € um +25,3 % übertroffen. Dieser Anstieg beruht dabei vordergründig auf einem unverändert hohen Niveau an Zinserträgen sowie einem positiven Ergebnis aus dem Verkauf von Wertpapieren.

Abzüglich der Steueraufwendungen in Höhe von 1,10 Mio. € beläuft sich der Jahresüberschuss auf 2,88 Mio. € und lag damit um -24,2 % unterhalb des Vorjahreswertes von 3,78 Mio. €. Die hohe Diskrepanz zum Vorjahr lässt sich in erster Linie auf einen einmaligen Steuerertrag in Höhe von 0,93 Mio. €, welcher im Geschäftsjahr 2010 vereinnahmt wurde, zurückführen. Ohne diesen Sonderertrag hätte die Syzygy AG sogar einen leichten Anstieg (+0,3 %) des Jahresüberschusses erzielt.

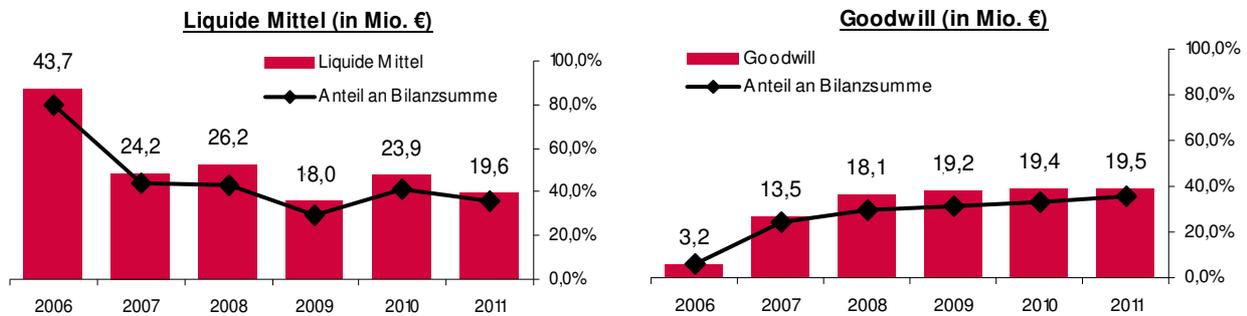
Auf das erzielte Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,22 € (VJ: 0,30 €) beabsichtigt die Syzygy AG die Auszahlung einer Dividende von 0,20 €, was einer überdurchschnittlich hohen Ausschüttungsquote von 85,7 % entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiterhin solide; EK-Quote von 73,9 %

in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	35,86	40,41	39,94
EK-Quote in %	58,1	69,1	73,9
Operatives Anlagevermögen	2,18	1,75	2,57
Working Capital	0,73	-2,97	-1,93
Liquide Mittel	20,54	23,88	19,56

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

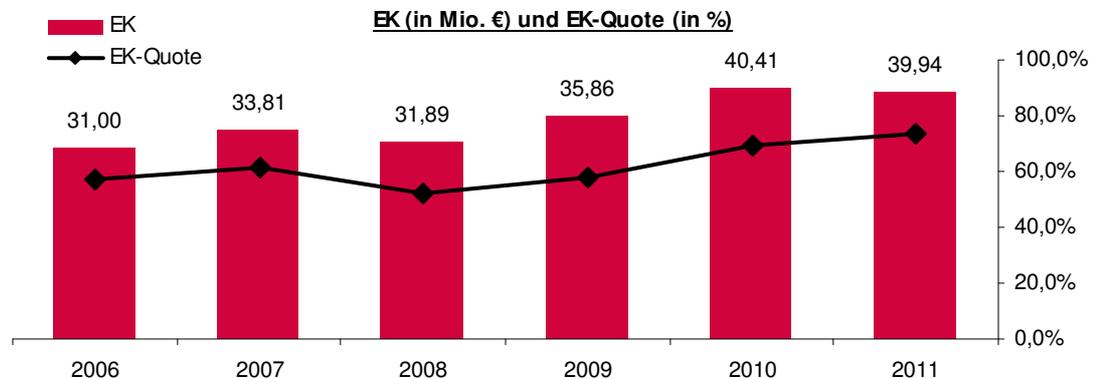
Die dominierenden Aktivpositionen der Syzygy-Bilanz blieben unverändert zum Vorjahr die kurzfristigen liquiden Mittel (Wertpapiere + Kassenbestand) sowie die Geschäfts- und Firmenwerte für unquedigital, Unique Digital UK sowie Hi-ReS! London. Demnach repräsentieren die liquiden Mittel mit insgesamt 19,56 Mio. € rund 36,2 % der Bilanzsumme. Die Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill) beliefen sich zum Bilanzstichtag auf 19,50 Mio. € (36,1 % an der Bilanzsumme).



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Minderung der liquiden Mittel gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 18,1 %, ist primär in der Auszahlung von Dividenden (2,56 Mio. €), der Auszahlung restlicher Kaufpreiskomponenten (0,72 Mio. €) sowie der Tilgung ausstehender Steuerverbindlichkeiten (2,87 Mio. €) begründet. Flankierend hierzu reduzierten sich die kurzfristigen Forderungen aus LuL, so dass sich die Bilanzsumme auf 54,06 Mio. € (31.12.10: 58,47 Mio. €) gemindert hat.

Auf Basis der niedrigeren Bilanzsumme kletterte die EK-Quote bei einem Eigenkapital von 39,9 Mio. € (31.12.10: 40,41 Mio. €) auf 73,9 % (31.12.10: 69,1 %). Das gegenüber dem Vorjahr niedrigere Eigenkapital resultiert vordergründig aus unrealisierten Verlusten von Wertpapieren in Höhe von -1,03 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €).

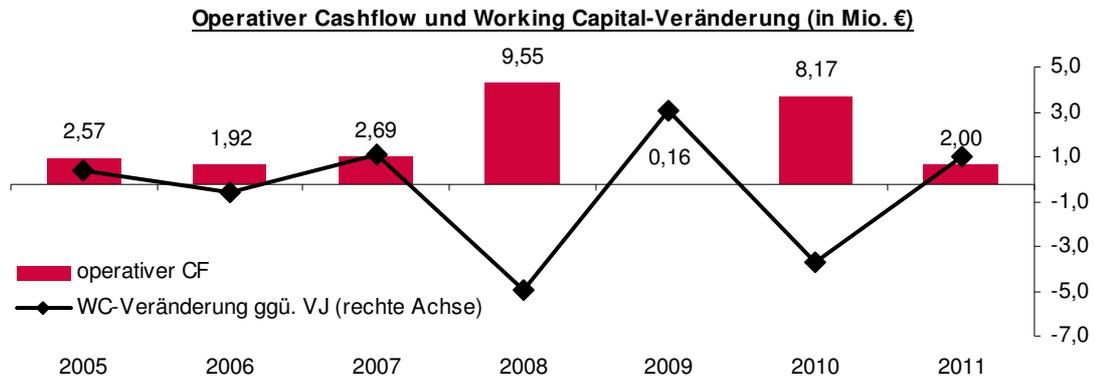


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Es ist erwähnenswert, dass sich im Fremdkapital der Syzygy AG weiterhin keine Bankverbindlichkeiten wiederfinden. Der überwiegende Teil des Fremdkapitals wird durch Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen in Höhe von 8,26 Mio. € (31.12.10: 9,21 Mio. €) repräsentiert.

Entwicklung Cashflow - Anstieg des Working Capitals belastet

Der Cashflow der Syzygy AG weist eine hohe Korrelation zur Entwicklung des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf. Demzufolge bewirkt eine Erhöhung des Working Capitals in der Regel eine Reduktion des Kapitalflusses und umgekehrt. Gegenüber dem Vorjahr minderte sich der operative Cashflow von 8,33 Mio. € auf 2,00 Mio. €. Dabei war der operative Cashflow des Vorjahres von einer deutlichen Reduktion des Working Capitals, welches wir auf -3,70 Mio. € beziffern, geprägt. Das Geschäftsjahr 2011 war hingegen von einem Anstieg des Nettoumlaufvermögens in Höhe von 1,04 Mio. € gekennzeichnet. Diesen Zusammenhang haben wir grafisch dargestellt:

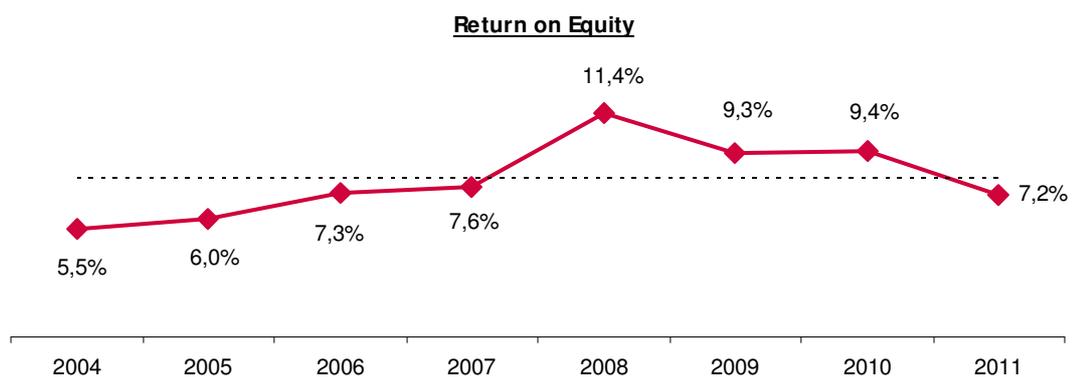


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die nur noch geringen Earn-Out-Zahlungen sowie der Verkauf von Wertpapieren haben in Folge zu einer Erhöhung des Investitions-cashflows von -8,25 Mio. € (GJ 2010) auf 2,26 Mio. € geführt. Damit wurde auch der Liquiditätsabfluss im Zusammenhang mit der Gründung neuer Töchtergesellschaften sowie der Umzug eines Teils der Belegschaft nach Frankfurt gut aufgefangen.

Rentabilitätsentwicklung Syzygy AG - Solide Entwicklung des ROE

Die Syzygy AG verfügt über eine unverändert stabile Rentabilität. Zwar minderte sich die Eigenkapitalrentabilität infolge des reduzierten Jahresergebnisses auf 7,2 %, hier gilt es jedoch den positiven Vorjahres-Steuereffekt zu berücksichtigen. Ohne diesen Steuereffekt (ROE 2010 bereinigt: 7,1 %) hätte die Gesellschaft sogar einen leichten Anstieg dieser Kennzahl verzeichnet.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Erlösanstieg und leichte Ergebnisverbesserung

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	28,31	30,58	34,55
EBITDA (Marge)	3,22 (11,4 %)	3,61 (11,8 %)	4,73 (13,7 %)
EBIT (Marge)	2,59 (9,1 %)	2,79 (9,1 %)	3,81 (11,0 %)
Jahresüberschuss	2,88	2,95	3,50
EPS	0,22	0,23	0,27

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Deutschland weiter solide, noch keine Impulse aus UK

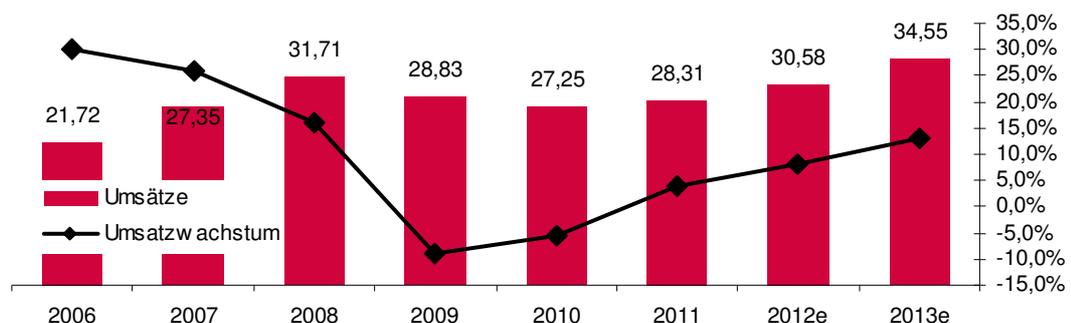
In der regionalen Aufteilung wurde in 2011 eine solide Umsatzentwicklung in Deutschland mit einem unverändert hohen Umsatzniveau ersichtlich. In UK hingegen konnte zwar eine höhere Umsatzdynamik erzielt werden, dies ist jedoch eine Folge der geringen Umsätze der Vorjahre und damit auf Basiseffekte zurückzuführen. Besonders die ausländischen Umsätze waren dabei unverändert von einer schleppenden Konjunktorentwicklung in Großbritannien und einer damit einhergehenden niedrigen Investitionsbereitschaft der Kunden geprägt.

Das UK-Segment dürfte zwar den Boden gefunden haben, analog zur Vorstandsprognose erwarten wir hier für das laufende Geschäftsjahr 2012 keine wesentlichen Wachstumsimpulse. Zwar dürften die Tochtergesellschaften Hi-ReS! London und Unique Digital UK aufgrund einer ausgeweiteten Kundenbasis steigende Umsätze vorweisen, Syzygy UK hingegen, als größter britischer Umsatzträger, sollte sich gemäß unseren Planungen rückläufig entwickeln. Hier machen sich besonders kundenspezifische Budgetkürzungen bemerkbar.

Gemäß Vorstandserwartungen dürfte sich das deutsche Segment als Wachstumstreiber für 2012 erweisen. Analog zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 sollte sich der Design & Build-Bereich aufgrund der guten Kundenbasis und einer dazugehörigen höheren Visibilität wichtige Wachstumsimpulse liefern.

Laut der aktuellen Unternehmensmeldung (siehe Corporate News vom 12.04.2012) wurde am 01. April 2012 in Berlin die neue Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH durch die ehemaligen Razorfish-Geschäftsführer Sven Küster und Mathias Sinn eröffnet. Syzygy AG plant über die nächsten Jahre den Berliner Standort deutlich auszubauen und somit gleichzeitig eine neue Top-Agenturmarke zu etablieren. Mit dieser Neugründung sowie auch mit der im Jahr 2011 erfolgten Gründung der Hamburger Gesellschaft Hi-ReS! Hamburg GmbH, wird die strategische Fokussierung der Syzygy AG auf den attraktiven deutschen Markt klar ersichtlich. Wesentliche Wachstumsimpulse dieser zwei neuen Gesellschaften planen wir jedoch aufgrund der noch frühen Phase für 2012 zunächst nicht ein.

Umsätze (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus verfolgt die Syzygy AG aber weiterhin die Strategie einer zielgerichteten regionalen Ausweitung ihrer Aktivitäten. Im Rahmen dessen wurde bereits im abgelaufenen

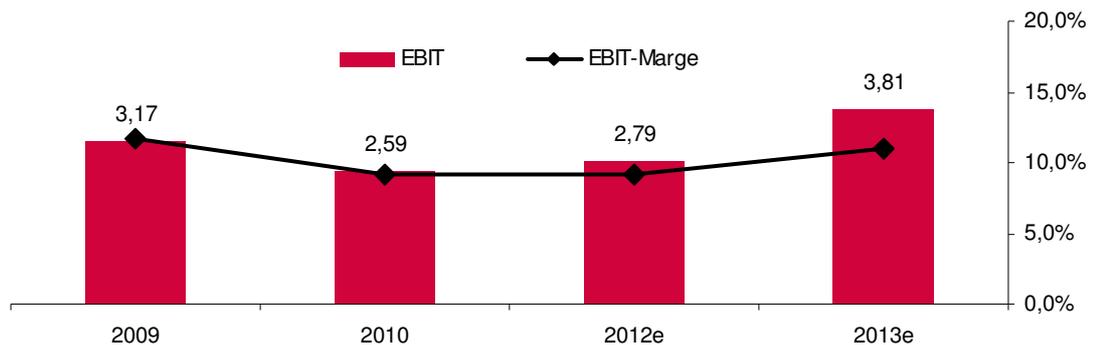
Geschäftsjahr 2011 auf Wunsch eines Großkunden in New York mit der Hi-ReS! New York Inc. eine weitere Auslandsniederlassung gegründet. Unternehmensangaben zufolge sollte diese Tochtergesellschaft sowohl in 2012 als auch in 2013 zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz erreichen.

Die von uns prognostizierten Umsätze für das laufende Geschäftsjahr 2012 in Höhe von 30,58 Mio. € (Umsatzwachstum gegenüber 2011: +8,0 %) berücksichtigen die genannten Faktoren. Somit erwarten wir gegenüber den letzten beiden Geschäftsjahren eine umsatzseitige Zunahme der Wachstumsdynamik. Analog zu den Unternehmensprognosen gehen wir für das kommende Geschäftsjahr 2013 mit erwarteten Umsatzerlösen von 34,55 Mio. € von einem zweistelligen Umsatzwachstum in Höhe von +13,0 % aus.

Ergebnisprognosen - Leichte Verbesserung erwartet

Vor allem die gesteigerten Personalaufwendungen sowie Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Gründung von Tochtergesellschaften und Umzugskosten, zeichnen sich für eine unterproportionale Ergebnisentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 verantwortlich. Diese Faktoren dürften, insbesondere vor dem Hintergrund der gesteigerten Mitarbeiterzahl, welche in den neu gegründeten Gesellschaften auch weiter aufgestockt werden sollte, auch das laufende Geschäftsjahr beeinflussen. Zugleich gehen wir von der Fortsetzung von Sonderbelastungen (Vorlaufkosten, Gründungskosten, Rechtsanwaltskosten etc.) im Zusammenhang mit der Gründung neuer Tochtergesellschaften (siehe Hi-ReS! Berlin GmbH) aus.

EBIT-Prognose (in Mio.€) und erwartete EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

Demzufolge dürften sich die Ergebnisrelationen im laufenden Geschäftsjahr nicht signifikant steigern. Ein von uns erwarteter Anstieg des EBIT um +7,9 % auf 2,79 Mio. € und die damit einhergehende prognostizierte EBIT-Marge auf 9,1 % (2011: 9,1 %) erachten wir als realistisch und gut erreichbar. Aufgrund des erwarteten Wegfalls von Sonderaufwendungen sowie aber auch der prognostizierten Umsatz- und Ergebnisbeiträge der neuen Tochtergesellschaften, sollte die Syzygy AG im kommenden Geschäftsjahr 2013 in der Lage sein, einen überproportionalen Ergebnisanstieg vorzuweisen. Auf Grundlage des erwarteten Umsatzwachstums gehen wir von einer EBIT-Erhöhung um +36,3 % auf 3,81 Mio. € (EBIT-Marge: 11,0 %). Mittelfristig dürfte die Syzygy AG auch wieder höhere Margenniveaus (siehe GJ 08: 16,3 %) erzielen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % 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 2,00 % (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 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,35 % (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 10,35 % (bisher: 11,26 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,35 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 4,60 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 4,80 € leicht reduziert. Diese leichte Herabsetzung des Kursziels ist dabei in erster Linie ein Resultat der geringeren angenommenen EBITDA-Margen für die konkreten Schätzperioden sowie im Endwert. Gegenüber der letzten Researchstudie haben wir diese um insgesamt 1,0 % reduziert und tragen somit der Margenentwicklung im Jahr 2011, welche leicht unterhalb unserer Erwartungen ausgefallen ist, Rechnung.

Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	15,0%	ewige EBITA - Marge	12,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	35,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	30,58	34,55	35,94	37,37	38,87	40,42	42,04	43,72	
US Veränderung	8,0%	13,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	11,76	13,82	14,97	14,97	14,97	14,97	14,97	14,97	
EBITDA	3,61	4,73	5,39	5,61	5,83	6,06	6,31	6,56	
EBITDA-Marge	11,8%	13,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	2,79	3,81	4,52	4,77	4,96	5,15	5,36	5,58	
EBITA-Marge	9,1%	11,0%	12,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,3%
Steuern auf EBITA	-0,78	-1,14	-1,35	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	-1,67	
zu EBITA	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,01	2,66	3,16	3,34	3,47	3,61	3,75	3,90	
Kapitalrendite	318,2%	72,0%	81,6%	86,9%	86,9%	86,9%	86,9%	86,9%	82,7%
Working Capital (WC)	1,10	1,37	1,44	1,49	1,55	1,62	1,68	1,75	
WC zu Umsatz	3,6%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in WC	-3,03	-0,27	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,60	2,50	2,40	2,50	2,60	2,70	2,81	2,92	
AFA auf OAV	-0,82	-0,92	-0,88	-0,84	-0,87	-0,91	-0,94	-0,98	
AFA zu OAV	31,5%	36,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in OAV	-0,86	-0,82	-0,78	-0,94	-0,97	-1,01	-1,05	-1,09	
Investiertes Kapital	3,70	3,87	3,84	3,99	4,15	4,32	4,49	4,67	
EBITDA	3,61	4,73	5,39	5,61	5,83	6,06	6,31	6,56	
Steuern auf EBITA	-0,78	-1,14	-1,35	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	-1,67	
Investitionen gesamt	-3,89	-1,09	-0,84	-0,99	-1,03	-1,07	-1,12	-1,16	
Investitionen in OAV	-0,86	-0,82	-0,78	-0,94	-0,97	-1,01	-1,05	-1,09	
Investitionen in WC	-3,03	-0,27	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,06	2,49	3,20	3,18	3,31	3,44	3,58	3,72	50,64

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	40,86	42,60
Barwert expliziter FCFs	15,44	14,55
Barwert des Continuing Value	25,42	28,05
Nettoschulden (Net debt)	-18,09	-19,22
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	58,95	61,81
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	58,95	61,81
Ausstehende Aktien in Tsd.	12,828	12,828
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,60	4,82

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **10,3%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%
78,7%	5,55	4,94	4,50	4,17	3,92
80,7%	5,63	5,00	4,55	4,21	3,95
82,7%	5,71	5,06	4,60	4,25	3,99
84,7%	5,79	5,12	4,65	4,29	4,02
86,7%	5,86	5,18	4,69	4,33	4,06

Fazit

Solide Onlineagentur stärkt Position im attraktiven deutschen Markt

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 konnte die Syzygy AG mit einem leichten Umsatzwachstum von +3,9 % auf 28,31 Mio. € zufriedenstellend abschließen. Dabei profitierte die Gesellschaft von einer unverändert stabilen Entwicklung der Umsatzerlöse in Deutschland, welche sich auf ein hohes Niveau eingependelt haben. Auf der anderen Seite gestalteten sich die Umsätze in Großbritannien zwar aufgrund von Basiseffekten etwas dynamischer, das Umsatzniveau ist jedoch in Folge der unverändert schleppenden Investitionsbereitschaft in UK, weiterhin verhältnismäßig niedrig.

Die regionale Aufteilung der Umsatzerlöse spiegelt die heterogene konjunkturelle Entwicklung der beiden für die Syzygy AG wichtigen Regionen wider. Während sich Deutschland mit einem BIP-Wachstum in 2011 von +3,0 % im europäischen Vergleich überdurchschnittlich stark entwickeln konnte, fiel die konjunkturelle Entwicklung in Großbritannien mit einem BIP-Anstieg von +0,5 % deutlich geringer aus. Die Auswirkungen auf die Onlinewerbebranche der beiden Regionen halten sich zwar in Grenzen, die Dynamik in Großbritannien fiel jedoch geringer aus als in Deutschland.

Trotz des leichten Erlösanstieges konnten die Ergebnisse der Gesellschaft vor allem aufgrund gesteigerter Personalaufwendungen sowie Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Gründung von Tochtergesellschaften und Umzugskosten nicht erhöht werden. Der Personalaufwand, als größter Kostenblock, kletterte dabei um +16,7 % auf 16,60 Mio. € (VJ: 14,23 Mio. €). Diese Entwicklung repräsentiert gleichzeitig einen signifikanten Anstieg der durchschnittlich beschäftigten Mitarbeiter auf 264 (VJ: 241).

Aufgrund dessen minderte sich das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) um -18,3 % auf 2,59 Mio. € (VJ: 3,17 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge reduzierte sich ebenfalls auf 9,1 % (VJ: 11,6 %). Unter Berücksichtigung eines positiven Finanzergebnisses und von Steueraufwendungen in Höhe von 1,10 Mio. € (VJ: Steuerertrag in Höhe von 0,93 Mio. €) erzielte Syzygy AG ein Nachsteuerergebnis von 2,88 Mio. € (VJ: 3,78 Mio. €). Ohne den vorjährigen Steuersonderertrag hätte die Gesellschaft sogar einen leichten Anstieg des Jahresüberschusses erzielt.

Bei der Ausformulierung der konkreten Erwartungen für die kommenden zwei Geschäftsjahre folgen wir den Unternehmensprognosen, die ein Umsatzwachstum bei leichten Ergebnissteigerungen in Aussicht stellen. Neben der Einbeziehung von Marktfaktoren der für die Syzygy AG zwei wichtigen Regionen Deutschland und Großbritannien, erwarten wir in Deutschland ein unverändert solides Geschäft. Aus UK jedoch dürften sich die kundenspezifischen Budgetkürzungen weiterhin bemerkbar machen, so dass wir hieraus keine Wachstumsimpulse erwarten. Zudem hat die Gesellschaft mit dem Aufbau von zwei neuen Niederlassungen in Berlin (Hi-ReS! Berlin GmbH) und Hamburg (Hi-ReS! Hamburg GmbH) eine strategische Stärkung ihrer Position im attraktiven deutschen Markt umgesetzt.

Bei einer leicht zunehmenden Wachstumsrate erwarten wir einen Anstieg der Umsätze in 2012 auf 30,58 Mio. € (+8,0 %) sowie in 2013 auf 34,55 Mio. € (+13,0 %). Ergebnisseitig gehen wir von einem sukzessiven Anstieg der Ergebnisrelationen aus und damit einer Zunahme des EBIT in 2012 auf 2,79 Mio. € (EBIT-Marge: 9,1 %) sowie in 2013 auf 3,81 Mio. € (EBIT-Marge: 11,0 %).

Auf Grundlage dieser Annahmen haben wir im Rahmen der DCF-Bewertung auf Basis des Jahres 2012 einen fairen Wert je Aktie von 4,60 € (bisher 4,80 €) ermittelt. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 3,50 € entspricht dies einem Potenzial von 31,4 %. Erwähnenswert ist zudem die hohe Ausschüttungsquote der Gesellschaft (geplante Dividende für 2011: 0,20 €; entspricht einer Dividendenrendite von 5,7 %) 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. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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