



Researchstudie (Anno)

SIZIGY
/ AG /

**„Ergebnisentwicklung sollte Fahrt aufnehmen,
unverändertes Kursziel von 5,00 €“**

Kursziel: 5,00 €

Rating: KAUFEN

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

SYZYGY AG *5

Kaufen

Kursziel: 5,00

aktueller Kurs: 4,06
9.4.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl³: 12,828

Marketcap³: 52,08
EnterpriseValue³: 24,32
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 62,1 %

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 19

Unternehmensprofil

Branche: Medien
Fokus: Online-Marketing, Webdesign
Mitarbeiter: 302 Stand: 31.12.2012
Gründung: 1995
Firmensitz: Bad Homburg
Vorstand: Marco Seiler, Andrew Stevens



SYZYGY ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Hamburg, Berlin, Frankfurt, London und New York. Der Konzern beschäftigt rund 300 Mitarbeiter und umfasst neun operative Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen 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. Flankierend hierzu und zur Stärkung der deutschen Präsenz wurden die Design-Studios Hi-ReS! Hamburg GmbH und Hi-ReS! Berlin GmbH gegründet. Zudem wird eine 26%ige Beteiligung am polnischen Designstudio Ars Thanea gehalten. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören unter anderen AVIS, Dolce & Gabbana, Daimler, O2, Deutsche Telekom, Mazda, Deutsche Bank, Jägermeister, comdirect, Continental, KfW Bank etc.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatzerlöse	28,31	31,12	34,85	38,33
EBITDA	3,22	2,83	3,89	4,67
EBIT	2,59	2,12	3,17	3,96
Jahresüberschuss	2,88	9,33	3,19	3,49

Kennzahlen in EUR	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Gewinn je Aktie	0,22	0,73	0,25	0,27
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,25	0,30

Kennzahlen	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
EV/Umsatzerlöse	1,12	0,78	0,70	0,63
EV/EBITDA	9,85	8,61	6,26	5,21
EV/EBIT	12,24	11,46	7,68	6,14
KGV	18,10	5,58	16,31	14,93
KBV		1,06		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
30.04.2013: Veröffentlichung Q1-Bericht
14.06.2013: Hauptversammlung
31.07.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht
30.10.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
12.2.2013: RG / 5,00 / KAUFEN
8.11.2012: RS / 5,00 / KAUFEN
5.11.2012: RG / 5,00 / KAUFEN
7.8.2012: RS / 5,00 / KAUFEN
29.6.2012: RS / 4,96 / 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.....	3
Konsolidierungskreis zum 28.02.2013.....	3
Ausgewählte Referenzkunden der Syzygy AG.....	3

Markt und Marktumfeld

Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Großbritannien.....	4
Deutscher Onlinemarkt.....	4
Onlinemarkt in UK.....	5

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2012.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	10
Entwicklung Cashflow.....	11
Prognose und Modellannahmen.....	12
Umsatzprognosen.....	12
Ergebnisprognosen.....	13

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
Fazit	16

Anhang

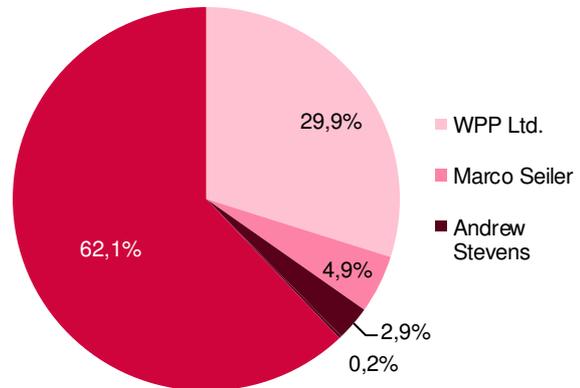
Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	19

Unternehmen

Aktionärsstruktur

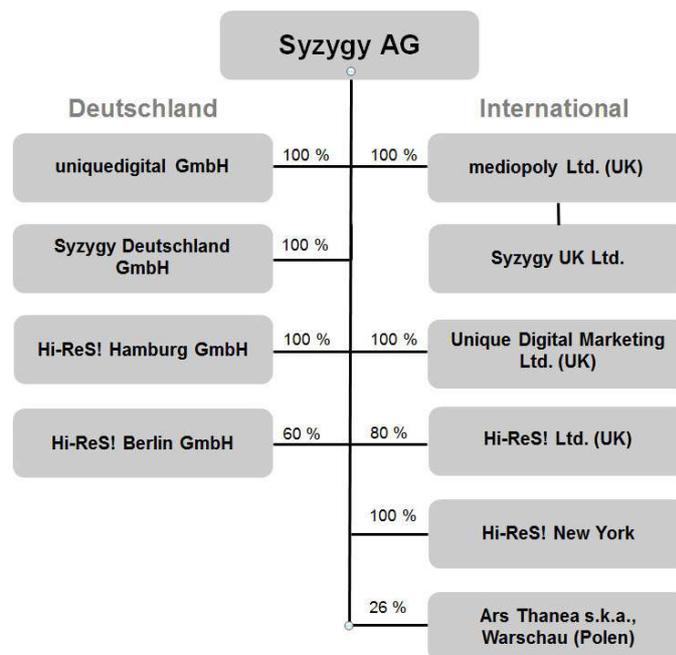
Aktionärsstruktur zum 28.02.2013

Anteilseigner	31.12.2011	28.02.2013
WPP Ltd.	27,9 %	29,9 %
Marco Seiler	4,9 %	4,9 %
Andrew Stevens	2,9 %	2,9 %
Syzygy AG	0,2 %	0,2 %
Streubesitz	64,1 %	62,1 %



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Konsolidierungskreis zum 31.12.2012



Quelle: Syzygy AG

Ausgewählte Referenzkunden der Syzygy AG

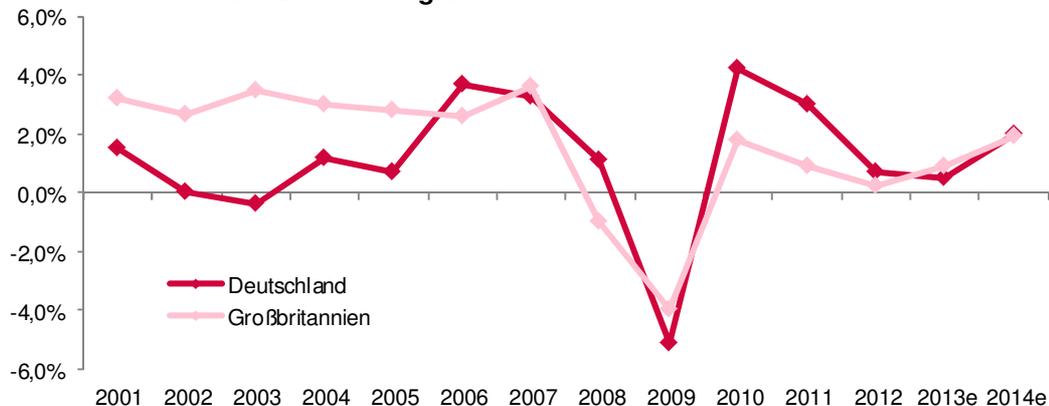


Markt und Marktumfeld

Konjunkturelle Entwicklung in Deutschland und Großbritannien

Die nachfolgende Marktanalyse richtet sich nach der Segmentberichterstattung der Syzygy AG, wonach eine Unterteilung in den zwei wesentlichen Regionen Deutschland und UK vorgenommen wird. Als ausschlaggebender Faktor für die Entwicklung des Werbemarktes ist dabei die gesamtwirtschaftliche Stimmung der entsprechenden Regionen von hoher Bedeutung. Demnach konnte beispielsweise die deutsche Konjunktur (gemessen am BIP) im abgelaufenen Jahr mit einem Wachstum von +0,7 % nicht an die Wachstumsraten der vergangenen zwei Kalenderjahre anknüpfen. Ausschlaggebend hierfür wird die europäische Schuldenkrise genannt, wodurch vor allem die deutsche Exportwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wurde. Im europäischen Vergleich erweist sich Deutschland, trotz der rückläufigen Dynamik, als verhältnismäßig solide. Ein gutes Beispiel dafür liefert Großbritannien, dessen Wertschöpfung im vergangenen Jahr mit +0,2 % stagnierte. Der Dienstleistungs-Sektor, welcher rund 75 % der Wirtschaftskraft in UK ausmacht, entwickelte sich, trotz der Olympischen Sommerspiele in London, unerwartet schwach.

BIP Entwicklung Deutschland vs. Großbritannien



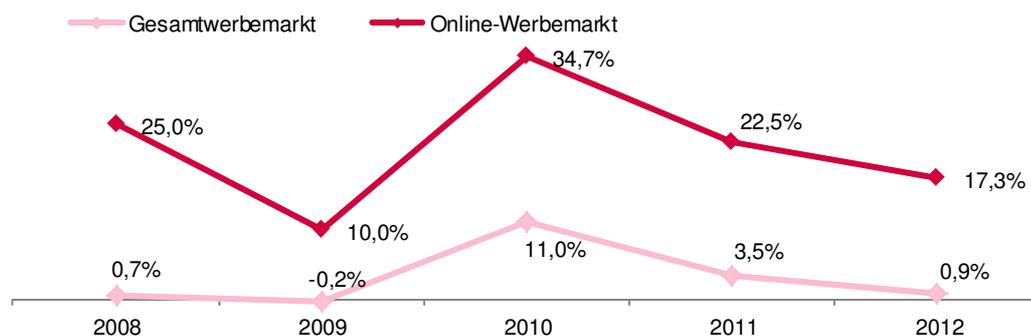
Quelle: Eurostat; GBC AG

Gemäß Eurostat-Prognosen soll die Konjunkturdynamik im Jahr 2013 auf niedrigem Niveau verharren, wobei UK, von Aufholeffekten geprägt, etwas stärker wachsen dürfte. Eine deutliche Verbesserung sollte sich in beiden Ländern im kommenden Kalenderjahr einstellen.

Deutscher Onlinemarkt - Hohe Wachstumsdynamik sollte sich fortsetzen

Vor dem Hintergrund der schwächeren Konjunkturentwicklung in Deutschland fiel die Wachstumsdynamik in der deutschen Gesamtwerbemaschine mit +0,9 % (VJ: +3,5 %) ebenfalls niedriger aus. Laut Marktforschungsunternehmen Nielsen Media Research GmbH erhöhten sich dabei die Bruttowerbeausgaben auf 26,2 Mrd. €.

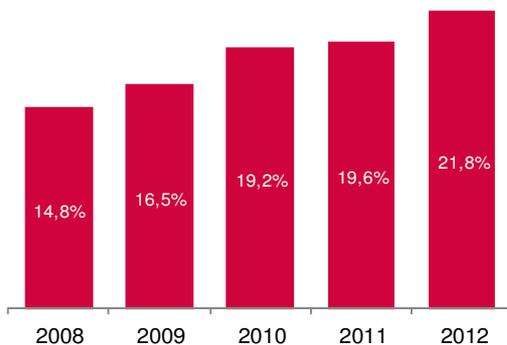
Werbemarktentwicklung Deutschland



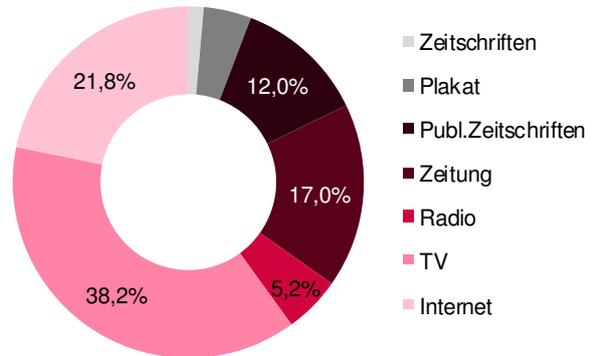
Quelle: Nielsen Media Research GmbH

In der Aufteilung des Werbemarktes nach Werbemedien sticht der Online-Werbemarkt mit anhaltend hohen Wachstumsraten (+17,3 %) hervor. Im vergangenen Jahr entfielen rund 21,8 % der Bruttoinvestitionen auf das Internet, was einem erneuten Marktanteilsgewinn der Onlinewerbung gleichkommt.

Marktanteil Onlinewerbung in D



Werbekuchen 2012



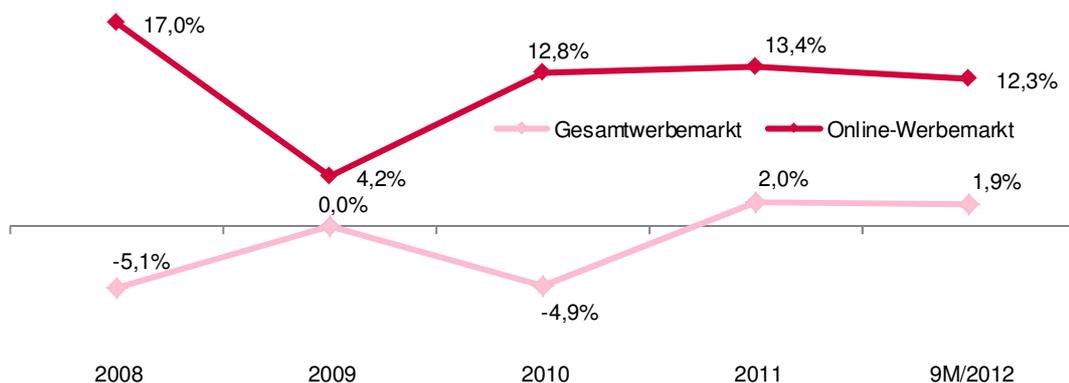
Quelle: Bundesverband Digitale Wirtschaft (BVDW) e.V.; GBC AG

Eine hohe Reichweite der Onlinewerbung, die hohe Transparenz und Effizienz dieses Werbemediums sowie der Kundendialog ohne Medienbruch, zählen zu den wichtigen Treibern der Onlinewerbung. Gemäß Online-Vermarkterkreis (OVK) soll sich dieser Trend weiter fortsetzen. Für 2013 werden moderate Wachstumsraten in Höhe von 11 % erwartet (prognostiziertes Volumen erstmals über 7 Mrd. €).

Onlinemarkt in UK - Onlinemarkt trotz der unsicheren Konjunkturlage

Vor dem Hintergrund eines starken zweiten Quartals (Europameisterschaft, vorgezogene Werbeumsätze in Verbindung mit den olympischen Sommerspielen 2012) ist der Werbemarkt in Großbritannien mit einem Wachstum in Höhe von +1,9 % (9 Monate 2012) sehr solide ausgefallen. Der Onlinewerbemarkt präsentierte sich mit einem Wachstum in Höhe von +12,3 % erneut als wichtiger Treiber dieser Entwicklung.

Werbemarktentwicklung Großbritannien



Quelle: IAB; AA Advertising Association; GBC AG

Unterschiedliche Institute (ZenithOptimedia, eMarketer) rechnen in Großbritannien trotz der unsicheren konjunkturellen Lage mit einem prognostiziertem Wachstum zwischen 8,0 % - 10,0 %.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012	Δ in %	GJ 2013e	Δ in %	GJ 2014e
Umsatzerlöse	28,313	9,9%	31,115	12,0%	34,849	10,0%	38,334
Einstandskosten der erbrachten Leistungen	-19,609	13,5%	-22,264	11,4%	-24,812	9,9%	-27,274
Nettoergebnis	8,704	1,7%	8,851	13,4%	10,036	10,2%	11,059
Vertriebs- und Marketingkosten	-2,542	19,4%	-3,036	-3,8%	-2,920	2,7%	-3,000
Allgemeine Verwaltungsaufwendungen	-3,939	3,4%	-4,071	4,4%	-4,250	3,5%	-4,400
Sonstiges betriebliches Ergebnis	0,365	3,3%	0,377	-20,4%	0,300	0,0%	0,300
EBIT	2,588	-18,0%	2,121	49,3%	3,166	25,0%	3,959
Finanzergebnis	1,387	-7,5%	1,283	1,3%	1,300	0,0%	1,200
Ergebnis vor Steuern	3,975	-14,4%	3,404	31,2%	4,466	17,8%	5,159
Steuern	-1,097	-612,1%	5,618	-122,7%	-1,273	28,3%	-1,470
Minderheiten	0,000	k.A.	0,272	k.A.	0,000	k.A.	-0,200
Jahresüberschuss	2,878	213,5%	9,294	-65,6%	3,194	15,3%	3,489
EBITDA	3,216		2,825		3,886		4,669
in % von den Umsatzerlösen	11,4%		9,1%		11,2%		12,2%
EBIT	2,59		2,12		3,17		3,96
in % von den Umsatzerlösen	9,1%		6,8%		9,1%		10,3%
Aktienanzahl in Mio. Stück	12,828		12,828		12,828		12,828
Ergebnis je Aktie in €	0,22		0,72		0,25		0,27
Dividende je Aktie in €	0,20		0,25		0,25		0,30

Geschäftsentwicklung 2012 - Umsätze erhöht, Sondereffekte beeinflussen Ergebnisse

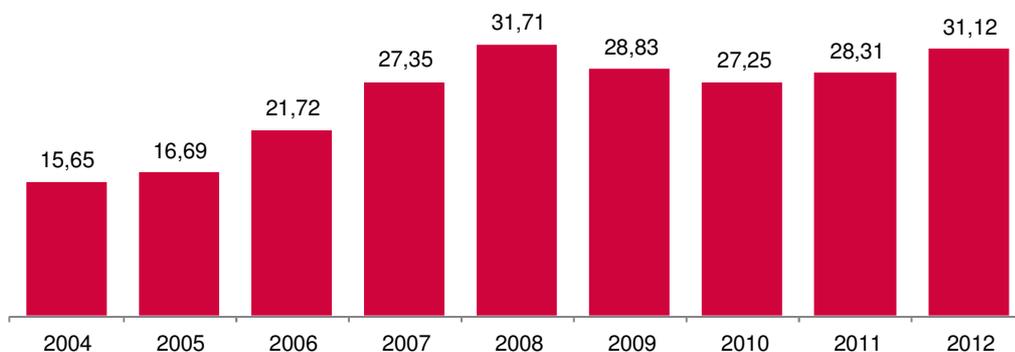
in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	28,31	+9,9 %	31,12
EBITDA (Marge)	3,22 (11,4 %)	-12,2 %	2,83 (9,1 %)
EBIT (Marge)	2,59 (9,1 %)	-18,0 %	2,12 (6,8 %)
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	2,88	+222,9 %	9,29
EPS in €	0,22		0,72

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Deutsche Gesellschaften weiter stark, UK findet Boden

Wie schon in den letzten Geschäftsjahren profitierte die Syzygy AG von einer positiven Entwicklung der deutschen Konzerngesellschaften, die in Summe zu einer Umsatzsteigerung in Höhe von +9,9 % auf 31,12 Mio. € (VJ: 28,31 Mio. €) geführt haben. Nach dem herausragenden Geschäftsjahr 2008 konnte die Gesellschaft damit erstmals wieder die Marke von 30,00 Mio. € übertreffen.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)

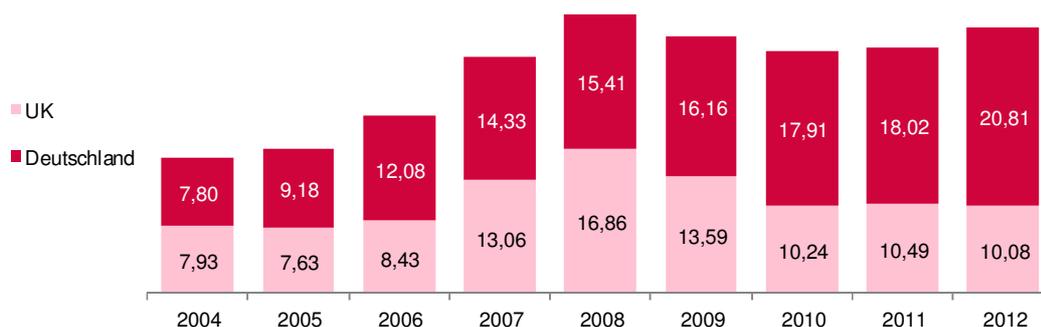


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die wesentlichen Umsatzimpulse steuerte dabei die deutsche Tochtergesellschaft Syzygy Deutschland GmbH, aber auch die Hamburger Tochtergesellschaften Hi-ReS! Hamburg GmbH und unquedigital GmbH haben sich gemäß Unternehmensaussagen positiv entwickelt. Die Umsatzerlöse der neu gegründeten Hi-Res! Berlin GmbH wies noch eine nur unwesentliche Größenordnung auf.

Demgegenüber hat sich das Segment „UK“ auf ein unverändert niedriges Niveau eingependelt. Insbesondere die Tochtergesellschaft Syzygy UK Ltd. war von Budgetkürzungen eines Großkunden betroffen, welche durch die Neukundengewinnung nicht vollumfänglich aufgefangen werden konnten.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Unique Digital Marketing Ltd. konnte zwar im Zuge der Kundenentwicklung bestehender Kunden sowie der Generierung von Neukunden deutliche Erholungsanzeichen vorweisen, insgesamt blieb aber das englische Segment weiterhin verhältnismäßig schwach.

Dementsprechend reduzierte sich der Anteil der Erlöse in UK an den Gesamtumsätzen zum nunmehr vierten Mal in Folge von 37,1 % (GJ 2011) auf 32,4 %. Nochmals bestätigt wird dieses Bild von den absoluten Umsatzzahlen. Während die Umsätze im deutschen Segment gegenüber dem Vorjahr um +15,5 % auf 20,81 Mio. € zulegen konnten, war das englische Segment von Umsatzrückgängen in Höhe von -3,9 % auf 10,08 Mio. € geprägt. Da die negativen Effekte aus den Budgetkürzungen des Großkunden bereits im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 vollumfänglich abgebildet werden, dürfte das derzeitige Umsatzniveau in UK den Boden ausgebildet haben.

Mit dem Anstieg der Gesamtumsätze in Höhe von +9,9 % auf 31,12 Mio. € hat die Syzygy AG sowohl die eigenen Prognosen (zweistelliges Umsatzwachstum) als auch die GBC-Prognosen (Researchstudie vom 07.11.2012: 31,15 Mio. €) nahezu erreicht.

Ergebnisentwicklung - Rekordjahresüberschuss trotz rückläufigem EBIT

Erwartungsgemäß erhöhten sich die operativen Gesamtkosten der Syzygy AG im Verhältnis zur Umsatzentwicklung überproportional um +12,7 % auf 28,99 Mio. € (VJ: 25,73 Mio. €). Analog hierzu stieg der auf den Umsatz bezogene Anteil der operativen Kosten von 90,9 % (GJ 2011) auf 93,2 % an.

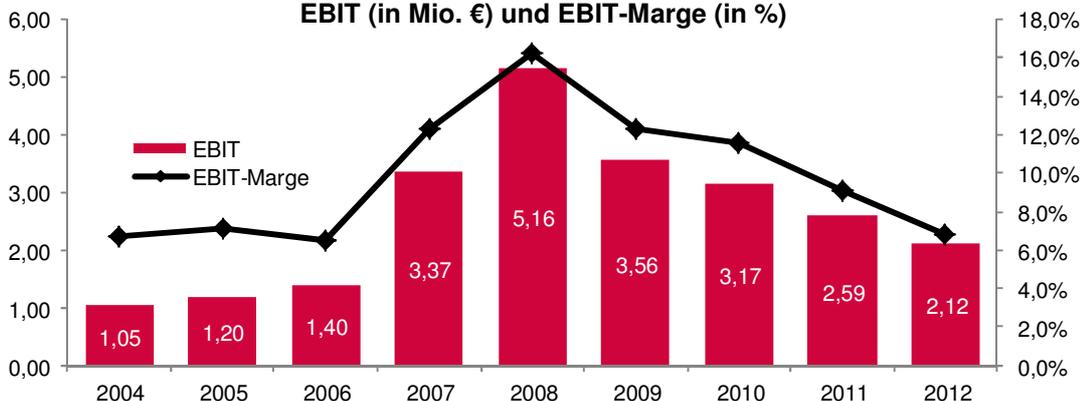
Operative Kosten (in Mio. €) und Kostenquote (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Zu diesem Anstieg trugen sowohl die Einstandskosten der erbrachten Leistungen als auch die Vertriebs- und Marketingkosten, welche jeweils überdurchschnittlich stark zugelegt haben, bei. Neben der umsatzbedingten Ausweitung dieser Kostenpositionen sind Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Gründung der deutschen Gesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH für die überproportionale Kostenentwicklung verantwortlich. Die Anlaufkosten der neuen Tochtergesellschaft, denen jedoch nur Umsatzerlöse im geringen Umfang gegenüberstanden, beliefen sich in Summe auf etwa 0,70 Mio. €.

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



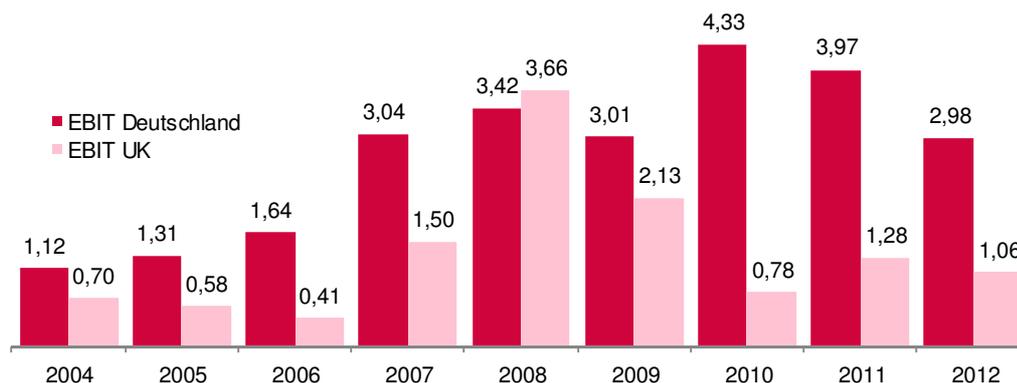
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Um diese Größenordnung bereinigt, wäre die operative Kostenquote mit 90,9 % gegenüber dem Vorjahr unverändert geblieben.

Infolgedessen reduzierte sich das EBIT auf 2,12 Mio. € (VJ: 2,59 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 6,8 % (VJ: 9,1 %) entspricht. Ohne Gründungsbelastungen wäre das EBIT um +9,0 % auf etwa 2,80 Mio. € angestiegen.

Auch in der regionalen Betrachtung sind die Gründungsbelastungen der deutschen Tochtergesellschaft sichtbar. Während sich der EBIT-Beitrag aus UK analog zur Umsatzentwicklung bei 1,06 Mio. € (VJ: 1,28 Mio. €) auf einem niedrigen Niveau eingependelt hat, reduzierte sich der EBIT-Beitrag der deutschen Gesellschaften signifikant von 3,97 Mio. € (GJ 2011) auf 2,98 Mio. €.

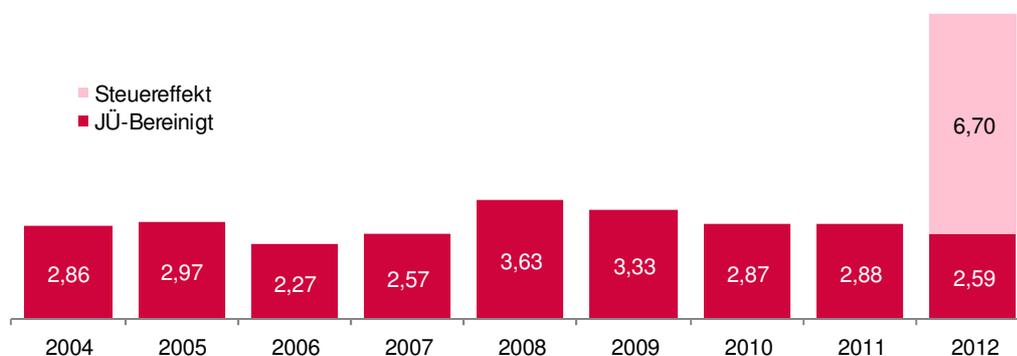
Regionale EBIT-Aufteilung (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Entgegen der rückläufigen operativen Ergebnisentwicklung konnte die Syzygy AG mit 9,29 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €) das mit Abstand beste Nachsteuerergebnis der Unternehmensgeschichte erzielen. Dass das Vorjahresergebnis mehr als verdreifacht werden konnte, liegt in erster Linie in einem Steuerertrag in Höhe von 5,62 Mio. € (VJ: -1,10 Mio. €) begründet. Dafür verantwortlich ist ein steuerliches Rechtsbehelfsverfahren (aus dem Jahr 2001), welches im zweiten Quartal 2012 zu Gunsten der Syzygy AG entschieden wurde. Dabei handelt es sich um im Jahr 2001 vorgenommene Teilwertabschreibungen auf Tochtergesellschaften, die zunächst durch die Steuerbehörden nicht anerkannt wurden. Gemäß der Auffassung des Europäischen Gerichtshofes waren steuerlich abzugsfähige Teilwertabschreibungen in vergleichbaren Fällen ansetzbar, so dass die Syzygy AG aus diesem Vorgang Steuerrückerstattungen in Höhe von 5,32 Mio. € realisieren konnte. Darüber hinaus weist die Syzygy AG aus dem gewonnenen Rechtsbehelfsverfahren körperschaftssteuerliche und gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von insgesamt 19,5 Mio. € auf, welche zu einer künftigen Minderung der Steuerabflüsse führen werden. Diesbezüglich waren zum 31.12.2012 latente Steuern in Höhe von 2,54 Mio. € aktiviert.

Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Ohne den steuerlichen Sondereffekt wäre der Jahresüberschuss analog zur operativen Ergebnisentwicklung um -9,9 % unterhalb des Vorjahresniveaus ausgefallen.

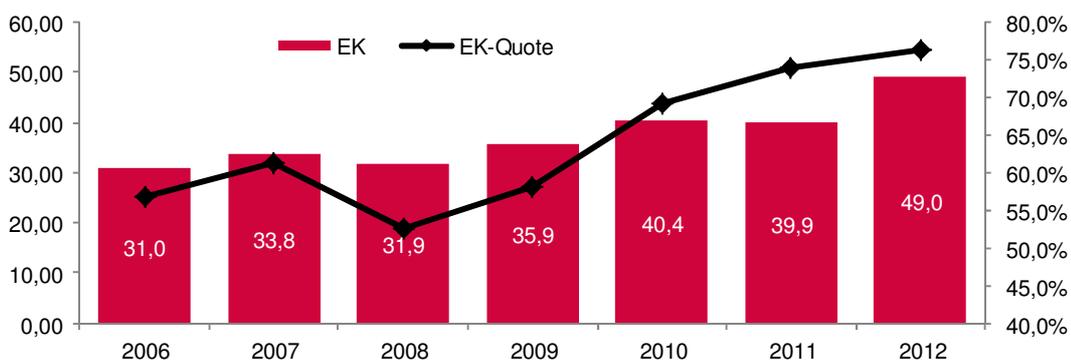
Bilanzielle und finanzielle Situation - Deutlicher Anstieg der EK-Quote auf 76,3 %

in Mio. €	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Eigenkapital	40,41	39,94	49,05
EK-Quote in %	69,1	73,9	76,3
Operatives Anlagevermögen	1,75	2,57	2,79
Working Capital	-2,97	-1,93	-0,67
Liquide Mittel	23,88	19,56	26,78

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der signifikante Anstieg des Jahresüberschusses macht sich in einer deutlichen Verbesserung des Eigenkapitals auf 49,05 Mio. € (31.12.11: 39,94 Mio. €) bemerkbar. Trotz Dividendenauszahlungen in Höhe von 2,56 Mio. € fiel die Erhöhung des Eigenkapitals höher als der Jahresüberschuss aus. Hier spiegeln sich die zum Bilanzstichtag unrealisierten Gewinne aus Wertpapieren wieder, welche erfolgsneutral direkt im Eigenkapital berücksichtigt wurden. Gemessen an der ausgeweiteten Bilanzsumme von 64,29 Mio. € (31.12.11: 54,06 Mio. €) beläuft sich die Eigenkapitalquote auf eine überdurchschnittlich hohe Größenordnung von 76,3 % (31.12.11: 73,9 %).

EK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)

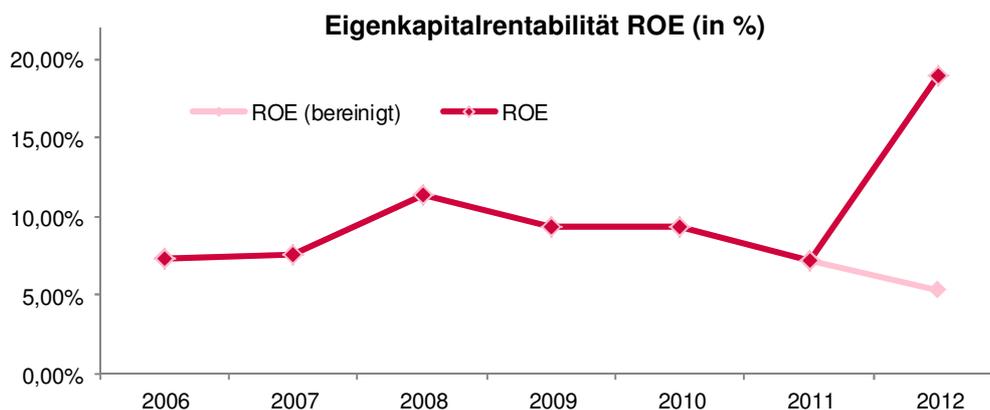


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die wesentlichen Bilanzveränderungen lassen sich auf den steuerlichen Sondereffekt zurückführen. Aktivseitig erhöhten sich als Folge daraus insbesondere die liquiden Mittel und Wertpapiere auf 26,78 Mio. € (31.12.11: 19,56 Mio. €). Flankierend hierzu führte die Aktivierung ebenfalls damit zusammenhängender latenter Steuern in Höhe von 2,05 Mio. € zu einem Anstieg der langfristigen Vermögenswerte auf 25,73 Mio. € (31.12.2011: 23,78 Mio. €). Passivseitig wird die Bilanzausweitung nahezu vollständig über den Anstieg des Eigenkapitals abgedeckt.

Erwähnenswert bleibt weiterhin der Umstand, dass die Syzygy AG bei der Finanzierung vollständig auf Bankkredite verzichtet. Demnach hat das gesamte Fremdkapital einen Working Capital-Charakter.

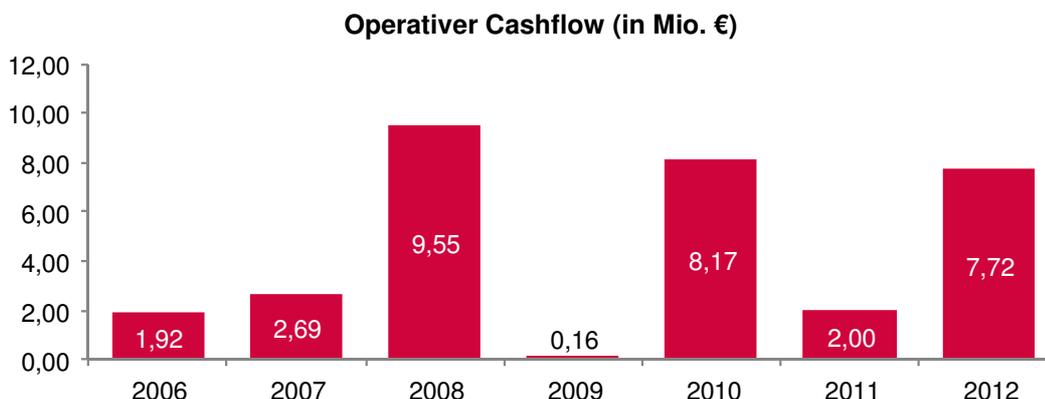
Die auf dem Jahresüberschuss basierende Eigenkapitalrentabilität profitierte mit einem deutlichen Anstieg auf 19,0 % (VJ: 7,2 %) vom beschriebenen Steuereffekt. Bereinigt um die Einmalserträge reduzierte sich jedoch die Eigenkapitalrentabilität auf 5,3 %. Diese Reduktion spiegelt dabei die erhöhten Aufwendungen im Zusammenhang mit den Anlaufkosten der neuen Berliner Tochtergesellschaft wider.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

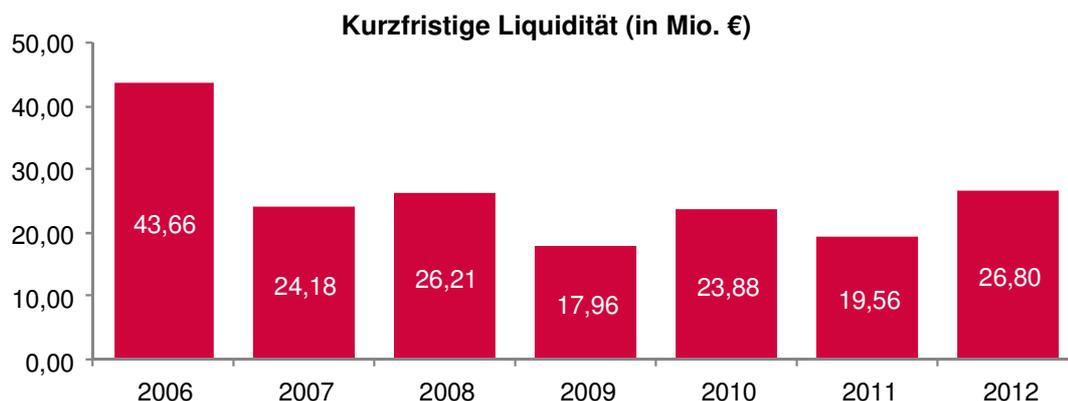
Entwicklung Cashflow - Sondereffekte haben positiven Einfluss auf den Cashflow

Die Syzygy AG generiert einen vergleichsweise hohen Liquiditätsmittelzufluss aus dem operativen Geschäft. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte die Gesellschaft mit 7,72 Mio. € (VJ: 2,00 Mio. €) einen hohen operativen Cashflow vorweisen, wenngleich dieser auch von den steuerlichen, liquiditätswirksamen Sondereinflüssen positiv geprägt war.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Aufgrund des nicht investitionsintensiven Geschäftsmodells der Syzygy AG wird in der Regel nur ein kleiner Anteil des operativen Cashflows für Investitionen ins Sachanlagevermögen (Ausnahme: Akquisitionen von Gesellschaften) verwendet. Vor diesem Hintergrund war der Investitions-cashflow der letzten beiden Geschäftsjahre vom aktiven Portfoliomanagement (Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren des Umlaufvermögens) dominiert. Auch wenn dieser, wie im abgelaufenen Geschäftsjahr mit -6,62 Mio. € (VJ: 2,26 Mio. €) negativ ausfällt, bleiben die Auswirkungen auf den kurzfristigen Liquiditätsbestand (Liquide Mittel und Wertpapiere) gering. Der Anstieg der kurzfristigen Liquidität entspricht daher in etwa dem positiven operativen Cashflow.



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Deutschland gewohnt stark, UK dürfte zulegen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse	31,12	34,85	38,33
EBITDA (Marge)	2,83 (9,1 %)	3,89 (11,2 %)	4,67 (12,2 %)
EBIT (Marge)	2,12 (6,8 %)	3,17 (9,1 %)	3,96 (10,3 %)
Jahresüberschuss	9,29	3,19	3,49
EPS	0,72	0,25	0,27
Dividende	0,25	0,25	0,30

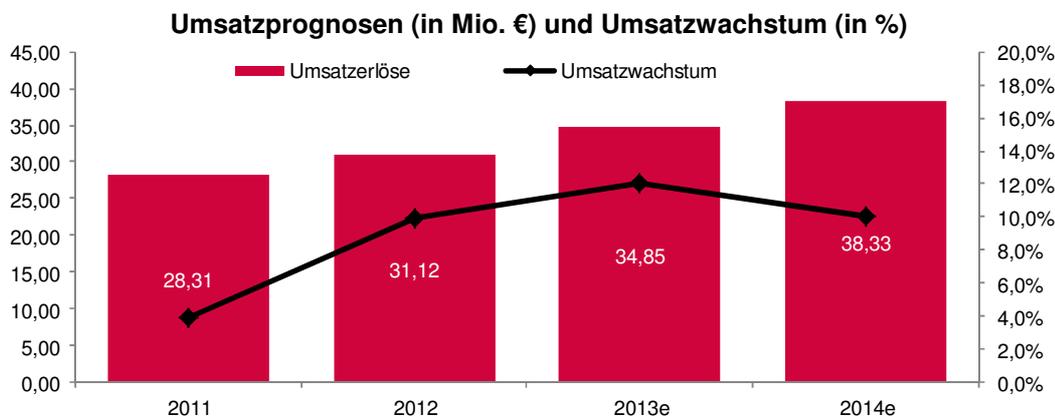
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Fortsetzung der Umsatzdynamik erwartet

Nachdem das abgelaufene Geschäftsjahr 2012 auf Ergebnisebene von positiven und negativen Sondereinflüssen geprägt war, dürften die kommenden Geschäftsjahre eine deutlich geringere Ergebnisvolatilität vorweisen. Umsatzseitig dient jedoch das Geschäftsjahr 2012 als gute Ausgangslage unserer Schätzungen.

Unsere Umsatzprognosen der kommenden beiden Geschäftsjahre 2013 und 2014 berücksichtigen dabei die unterschiedliche Ausgangslage und verschiedene Einflüsse der beiden Segmente „Deutschland“ und „Großbritannien“. Erwartungsgemäß wird das deutsche Segment, welches sich über die letzten Geschäftsjahre hinweg deutlich dynamischer präsentiert hatte, weiterhin der größte Umsatzträger der Syzygy AG sein. Ein besonderes Augenmerk liegt dabei auf der neu gegründeten Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH, die im laufenden Geschäftsjahr 2013 die ersten nennenswerten Umsatzbeiträge leisten sollte. Mit der BMW AG verzeichnete die Berliner Gesellschaft den ersten signifikanten Neukundenzugang, wodurch sich erwartungsgemäß auch nennenswerte Umsatzbeiträge einstellen sollten. Selbst unter der konservativen Annahme eines geringen Wachstums der anderen deutschen Tochtergesellschaften, sollte das deutsche Segment Umsatzzuwächse in Höhe von etwa 10,0 % generieren.

Eine ähnliche Wachstumsdynamik sollten die englischen Tochtergesellschaften, speziell die Onlinemarketinggesellschaft Unique Digital Marketing Ltd. vorweisen. Gemäß unseren Erwartungen sollte der Onlinemarketing-Bereich in UK von der Gewinnung von Neukunden und dazugehörigen Umsatzsteigerungen geprägt sein. Syzygy UK Ltd. dürfte unseres Erachtens den Boden gefunden haben und wir rechnen ebenfalls im Zuge der erwarteten Gewinnung von Neukunden mit einem Umsatzwachstum.



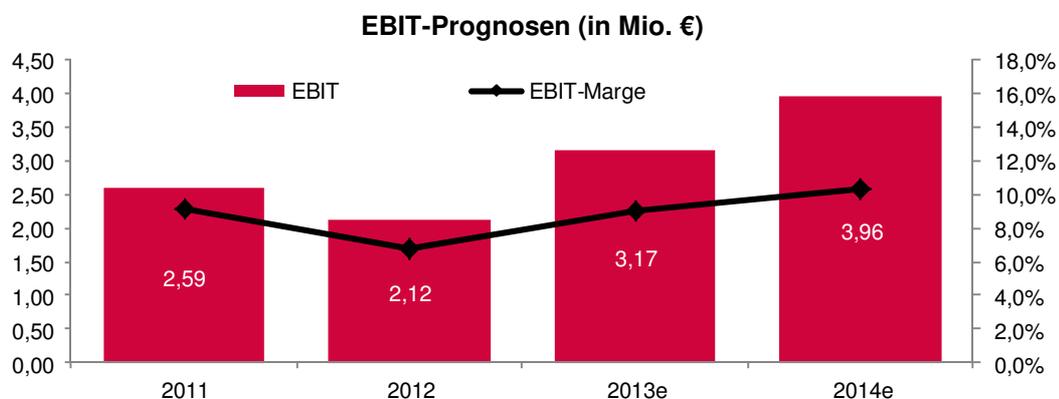
Quelle: GBC AG

Im kommenden Geschäftsjahr 2014 dürften beide Segmente eine Fortsetzung der Wachstumsdynamik vorweisen, so dass wir in Summe in 2013 mit Umsatzerlösen in Höhe von 34,85 Mio. € (Umsatzwachstum: +12,0 %) respektive in 2014 mit Umsätzen in Höhe von 38,33 Mio. € (Umsatzwachstum: +10,0 %) rechnen. Diese Annahmen entsprechen auch

weitestgehend den Unternehmensprognosen, welche jeweils ein Umsatzwachstum von +10,0 % in Aussicht stellen.

Ergebnisprognosen - Zweistellige EBIT-Marge in Aussicht

Die von uns prognostizierte Ergebnisentwicklung für das laufende und kommende Geschäftsjahr dürfte sich angesichts der fehlenden Sondereinflüsse wieder normalisieren. Speziell der Wegfall der Anlaufaufwendungen für die Berliner Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin sollte auf operativer Ergebnisebene für Entlastung sorgen. Unsere EBIT-Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2013 entspricht mit 3,17 Mio. € (EBIT-Marge: 9,1 %) in etwa dem Umsatzwachstum, zuzüglich fehlender Anlaufkosten in Höhe von 0,70 Mio. €. Der sich daraus ergebende EBIT-Anstieg in Höhe von +49,3 % ist unseres Erachtens eine realistische Größenordnung. Im kommenden Geschäftsjahr dürfte die Syzygy AG, auch vor dem Hintergrund zunehmender Umsätze aus Großbritannien, von Skaleneffekten und einer daraus resultierenden EBIT-Margenverbesserung auf 10,3 % (EBIT: 3,96 Mio. €) profitieren. Dass die Gesellschaft in der Lage ist, zweistellige EBIT-Margen zu erzielen, wurde in der Vergangenheit bereits unter Beweis gestellt.



Quelle: GBC AG

Die prognostizierte EBIT-Marge des Geschäftsjahres 2014 dient darüber hinaus unserem DCF-Modell als langfristige Planungs- und Bewertungsgrundlage.

Aufgrund des Wegfalls von steuerlichen Sondereffekten dürfte sich der Jahresüberschuss im Geschäftsjahr 2013 gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr auf 3,19 Mio. € (EPS: 0,25 €) reduzieren. Für das kommende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit einem Anstieg des Jahresüberschusses auf 3,49 Mio. € (EPS: 0,27 €).

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013 und 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 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 12,5 % 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 2,50 %.

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: 2,00 %).

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 1,52.

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

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 5,00 €** und damit behalten wir unser bisheriges Kursziel bei.

Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,5%	ewige EBITA - Marge	11,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	34,85	38,33	39,87	41,46	43,12	44,84	46,64	48,50	
<i>US Veränderung</i>	12,0%	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	12,91	13,69	14,24	14,24	14,24	14,24	14,24	14,24	
EBITDA	3,89	4,67	4,98	5,18	5,39	5,61	5,83	6,06	
<i>EBITDA-Marge</i>	11,2%	12,2%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
EBITA	3,17	3,96	4,27	4,47	4,65	4,84	5,03	5,23	
<i>EBITA-Marge</i>	9,1%	10,3%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	11,0%
Steuern auf EBITA	-0,90	-1,13	-1,22	-1,30	-1,35	-1,40	-1,46	-1,52	
<i>zu EBITA</i>	28,5%	28,5%	28,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	2,26	2,83	3,06	3,18	3,30	3,43	3,57	3,71	
Kapitalrendite	106,4%	104,8%	80,4%	62,1%	62,1%	62,1%	62,1%	62,1%	61,5%
Working Capital (WC)	0,00	1,00	2,31	2,40	2,50	2,60	2,71	2,81	
<i>WC zu Umsatz</i>	0,0%	2,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,66	-1,00	-1,31	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,70	2,80	2,80	2,91	3,03	3,15	3,28	3,41	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,72	-0,71	-0,71	-0,71	-0,74	-0,77	-0,80	-0,83	
<i>AFA zu OAV</i>	26,7%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,63	-0,81	-0,71	-0,82	-0,85	-0,89	-0,92	-0,96	
Investiertes Kapital	2,70	3,80	5,11	5,32	5,53	5,75	5,98	6,22	
EBITDA	3,89	4,67	4,98	5,18	5,39	5,61	5,83	6,06	
Steuern auf EBITA	-0,90	-1,13	-1,22	-1,30	-1,35	-1,40	-1,46	-1,52	
Investitionen gesamt	-1,29	-1,81	-2,02	-0,91	-0,95	-0,99	-1,03	-1,07	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,63	-0,81	-0,71	-0,82	-0,85	-0,89	-0,92	-0,96	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,66	-1,00	-1,31	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,69	1,73	1,74	2,97	3,09	3,21	3,34	3,48	46,80

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	36,34	38,37
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	12,85	12,45
<i>Barwert des Continuing Value</i>	23,49	25,92
Nettoschulden (Net debt)	-27,55	-27,27
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	63,89	65,65
Fremde Gewinnanteile	0,27	0,27
Wert des Aktienkapitals	64,16	65,92
Ausstehende Aktien in Tsd.	12,828	12,828
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,00	5,14

Kapitalkostenermittlung :

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

WACC **10,3%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	6,3%	8,3%	10,3%	12,3%	14,3%
67,0%	7,68	5,77	4,88	4,37	4,05
69,0%	7,84	5,87	4,94	4,41	4,08
71,0%	8,01	5,96	5,00	4,46	4,12
73,0%	8,17	6,06	5,06	4,50	4,15
75,0%	8,33	6,15	5,13	4,54	4,18

Fazit

Ergebnisentwicklung sollte Fahrt aufnehmen, unverändertes Kursziel von 5,00 €

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 profitierte die Syzygy AG von einer anhaltend dynamischen Entwicklung der deutschen Tochtergesellschaften, die die Umsatzschwäche der englischen Tochtergesellschaften kompensieren konnten. In Summe erreichte die Syzygy AG dadurch ein Umsatzwachstum von +9,9 % auf 31,12 Mio. € (VJ: 28,31 Mio. €) und konnte damit sowohl die Unternehmensprognosen (zweistelliges Umsatzwachstum) als auch die GBC-Prognosen (erwartete Umsatzerlöse: 31,15 Mio. €) nahezu vollständig erreichen.

Ergebnisseitig machten sich mehrere Sondereffekte bemerkbar. Auf Ebene des operativen Ergebnisses EBIT werden Belastungen im Zusammenhang mit Anlaufkosten (ca. 0,70 Mio. €) der neuen Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH ersichtlich. Demzufolge reduzierte sich das EBIT, entgegen dem Umsatzwachstum, auf 2,12 Mio. € (VJ: 2,59 Mio. €). Um den Sondereffekt bereinigt hätte die Syzygy AG einen zur Umsatzentwicklung proportionalen EBIT-Anstieg auf 2,80 Mio. € erreicht. Bereinigt wäre somit die EBIT-Rendite nahezu unverändert geblieben.

Der von einem positiven Steuereffekt beeinflusste Jahresüberschuss (nach Minderheiten) konnte hingegen deutlich auf 9,29 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €) zulegen. Bei den steuerlichen Sondererträgen handelt es sich um ein gewonnenes Rechtsbehelfsverfahren (Steuerfall aus dem Jahr 2001), welches zu Gunsten der Syzygy AG entschieden wurde und insgesamt einen Steuerertrag von 5,62 Mio. € (VJ: Steueraufwand iHv: 1,10 Mio. €) nach sich gezogen hat. Darüber hinaus weist die Gesellschaft körperschaftssteuerliche und gewerbesteuerliche Verlustvorträge in Höhe von insgesamt 19,5 Mio. € auf, was sich positiv auf den operativen Cashflow auswirken sollte.

Für das laufende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir mit den ersten nennenswerten Umsatzbeiträgen der neuen Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH. Die Berliner Gesellschaft konnte mit der BMW AG einen signifikanten Neukundenzugang vermelden. Der daraus erwartete Umsatzanstieg der deutschen Syzygy-Gesellschaften dürfte von einer Umsatzverbesserung in UK begleitet werden. Wesentliche Wachstumsimpulse erwarten wir von der Onlinemarketinggesellschaft Unique Digital Marketing Ltd., die gemäß Unternehmensangaben einen guten Jahresstart verzeichnen konnte.

Insgesamt prognostizieren wir im laufenden Geschäftsjahr 2013 ein Umsatzwachstum in Höhe von +12,0 % auf 34,85 Mio. €. Im kommenden Geschäftsjahr 2014 dürften die Umsätze um +10,0 % auf 38,33 Mio. € zulegen. Diese Schätzungen entsprechen weitestgehend den Unternehmensprognosen, wonach jeweils ein Umsatzwachstum in Höhe von +10,0 % in Aussicht gestellt wird.

Das operative Ergebnis EBIT dürfte in etwa proportional zur Umsatzentwicklung ansteigen. Zusätzliche positive Effekte aus dem Wegfall der Anlaufaufwendungen für die Berliner Tochtergesellschaft sollten dann zu einem überproportionalen EBIT-Anstieg auf 3,17 Mio. € (EBIT-Marge: 9,1 %) führen. Im kommenden Geschäftsjahr dürfte die Syzygy AG, auch vor dem Hintergrund zunehmender Umsätze aus Großbritannien, von Skaleneffekten und einer EBIT-Margenverbesserung auf 10,3 % (EBIT: 3,96 Mio. €) profitieren. Dass die Gesellschaft in der Lage ist zweistellige EBIT-Margen zu erzielen, wurde in der Vergangenheit bereits unter Beweis gestellt. Die prognostizierte EBIT-Marge dient darüber hinaus unserem DCF-Modell als langfristige Planungs- und Bewertungsgrundlage.

Auf Grundlage dieser Annahmen haben wir im Rahmen der DCF-Bewertung auf Basis des Jahres 2013 einen fairen Wert je Aktie von 5,00 € (bisher 5,00 €) ermittelt. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau bestätigen wir somit unser bisheriges Rating KAUFEN. Erwähnenswert ist zudem die hohe Ausschüttungsquote der Gesellschaft (geplante Dividende für 2012: 0,25 €; entspricht einer Dividendenrendite von 6,2 %) 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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