



## Researchstudie (Update)

S / Z / G /  
/ AG /

**„Leichte Prognoseanpassung vorgenommen;  
Unverändertes Rating KAUFEN“**

**Kursziel: 5,15 €**

**Rating: Kaufen**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

---

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

### Kaufen

**Kursziel: 5,15**

aktueller Kurs: 4,55

7.8.2013 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

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

Marketcap<sup>3</sup>: 58,35

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 30,59

<sup>3</sup> 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](mailto:filker@gbc-ag.de)

Philipp Leipold

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 12

### Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 345 Stand: 30.6.2013

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Andrew Stevens



SYZGY ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Hamburg, Berlin, Frankfurt, London und New York. Der Konzern beschäftigt rund 350 Mitarbeiter und umfasst neun operative Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZGY Deutschland GmbH und SYZGY 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 Bankengruppe, BMW 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	3,41	4,50
EBIT	2,59	2,12	2,69	3,79
Jahresüberschuss	2,88	9,33	3,17	3,37

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,22	0,73	0,25	0,26
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,08	0,98	0,88	0,80
EV/EBITDA	9,50	10,81	8,97	6,80
EV/EBIT	11,81	14,43	11,37	8,07
KGV	20,26	6,25	18,41	17,32
KBV		1,15		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

05.09.2013: 3. ZKK

30.10.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

11.11.2013: Dt. Eigenkapitalforum

04.12.2013: 16. MKK

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

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

17.7.2013: RG / 5,00 / KAUFEN

8.5.2013: RS / 5,00 / KAUFEN

9.4.2013: RS / 5,00 / KAUFEN

12.2.2013: RG / 5,00 / KAUFEN

8.11.2012: RS / 5,00 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

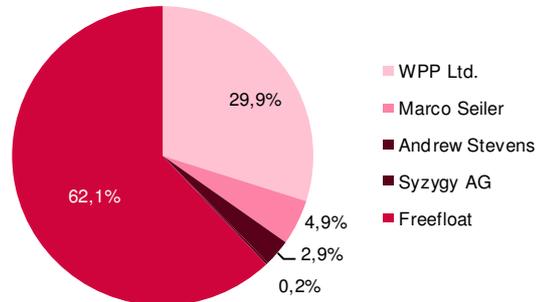
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

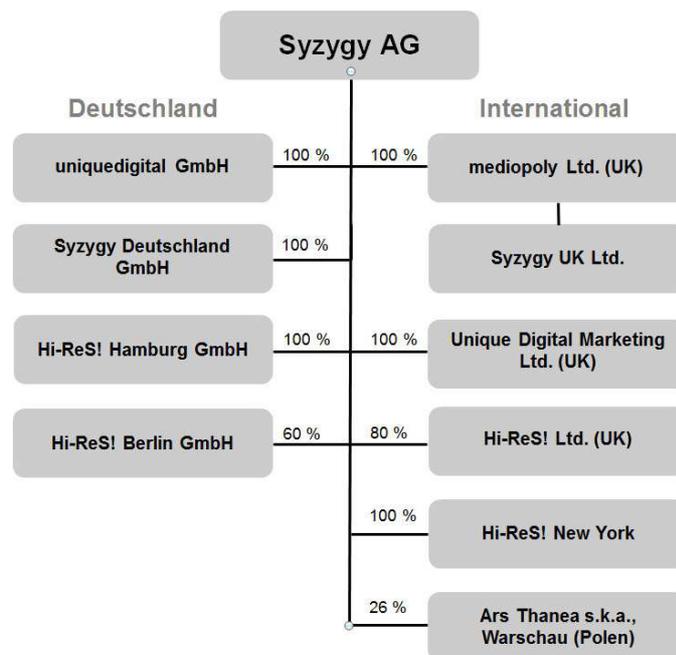
Anteilseigner	31.12.2012	30.06.2013
WPP Ltd.	29,9 %	29,9 %
Marco Seiler	4,9 %	4,9 %
Andrew Stevens	2,9 %	2,9 %
Syzygy AG	0,2 %	0,2 %
<b>Streubesitz</b>	<b>62,1 %</b>	<b>62,1 %</b>

Aktionärsstruktur zum 30.06.2013



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Konsolidierungskreis zum 30.06.2013



Quelle: Syzygy AG

### Ausgewählte Referenzkunden der Syzygy AG



## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013 - Umsätze „in Line“, Ergebnis belastet

in Mio. €	1. HJ 2012	Δ 2012/2013	1. HJ 2013
Umsatzerlöse	15,35	+5,6 %	16,93
EBITDA (Marge)	1,77 (11,5 %)	-5,0 %	1,68 (9,9 %)
EBIT (Marge)	1,39 (9,1 %)	-4,8 %	1,33 (7,8 %)
Periodenergebnis nach Minderheiten	8,02	-80,0 %	1,60
EPS in €	0,63		0,12

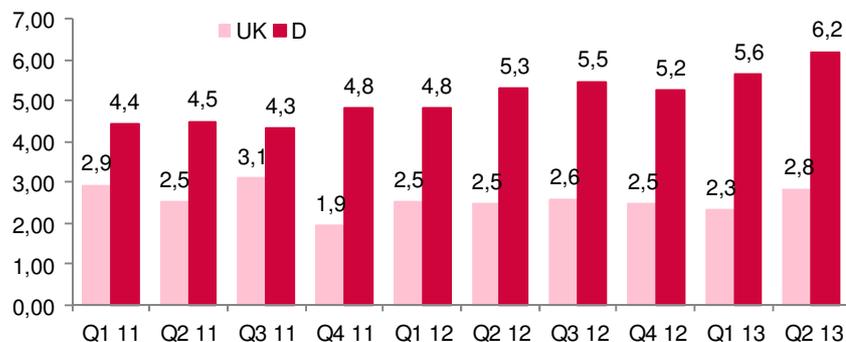
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - UK profitiert von Neukunden, Deutschland weiter dynamisch

Der von der Syzygy AG im ersten Halbjahr 2013 erreichte Erlösanstieg in Höhe von +10,3 % auf 16,93 Mio. € (VJ: 15,35 Mio. €) ist leicht über unseren Erwartungen ausgefallen. Ausschlaggebend hierfür war insbesondere die weiterhin dynamische Umsatzentwicklung der deutschen Tochtergesellschaften, welche gegenüber dem Vorjahr einen Umsatzzuwachs in Höhe von +17,1 % auf 11,82 Mio. € (VJ: 10,09 Mio. €) verzeichnet haben. Insbesondere die im Jahr 2012 gegründete Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH konnte mit dem Großkunden BMW bereits signifikante Umsätze beisteuern.

Analog dazu erzielten, von einer niedrigen Umsatzbasis ausgehend, auch die UK-Töchter der Gesellschaft leichte Umsatzverbesserungen. Mit 5,16 Mio. € wurde der Vorjahreswert um +2,9 % (VJ: 5,01 Mio. €) leicht übertroffen. Auch wenn dieser Wert keine signifikante absolute Umsatzverbesserung aufzeigt, lässt sich in der isolierten Quartalsbetrachtung dennoch eine positive Tendenz in Großbritannien ersehen. Im abgelaufenen zweiten Quartal 2013 markierte die Syzygy AG mit UK-Umsätzen in Höhe von 2,83 Mio. € (Q2/12: 2,48 Mio. €) den höchsten Quartalsumsatz seit dem dritten Quartal 2011. Erwähnenswert sind dabei die gewonnenen Neukunden (darunter Pay Pal) von Unique Digital Marketing Ltd., welche sich für die Anhebung der Umsatzbasis in UK verantwortlich zeigen.

Regionale Aufteilung der Quartalsumsätze (in Mio. €)

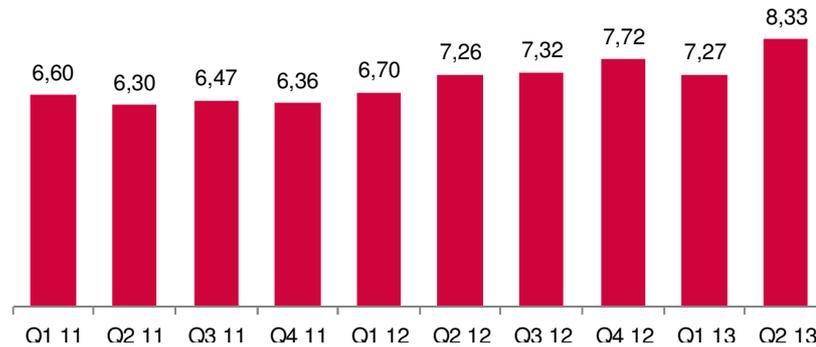


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung - Anlaufaufwendungen belasten Ergebnissituation

Der leichte Rückgang des EBIT in Höhe von -4,8 % auf 1,33 Mio. € (VJ: 1,39 Mio. €) korrespondiert jedoch nicht zum aufgezeigten Umsatzzuwachs. Diese Entwicklung lässt sich auf verschiedene Effekte zurückführen. Einerseits fielen im Zusammenhang mit den Aufbaukosten der Berliner Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH zusätzliche Kostenbelastungen an. Andererseits waren auch die Vertriebs- und Marketingkosten von intensiven Akquisitionsmaßnahmen sowie von der erstmaligen Durchführung des Digital Innovation Day („DID13“) geprägt, so dass im ersten Halbjahr 2013 ein Anstieg der operativen Kosten um +11,9 % auf 15,61 Mio. € (VJ: 13,95 Mio. €) verzeichnet wurde.

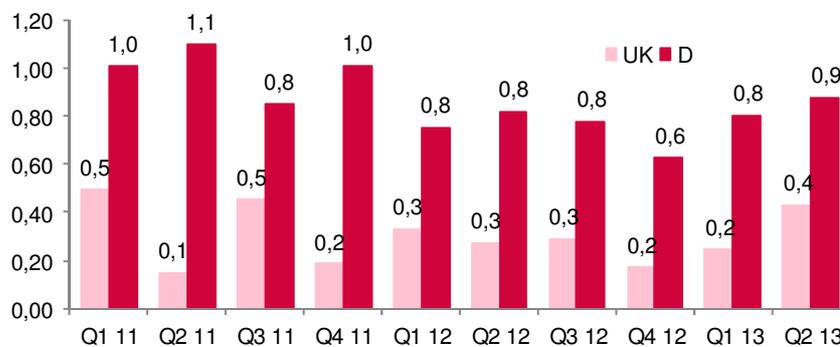
### Operative Kosten (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Als Folge der damit zusammenhängenden Ausweitung der operativen Kostenbasis reduzierte sich das EBIT um -4,8 % auf 1,33 Mio. € (1.HJ/12: 1,39 Mio. €). Die korrespondierende EBIT-Marge von 7,8 % (1.HJ/12: 9,1 %) blieb leicht unterhalb unserer Erwartungen.

### Regionale Aufteilung des EBIT (in Mio. €)

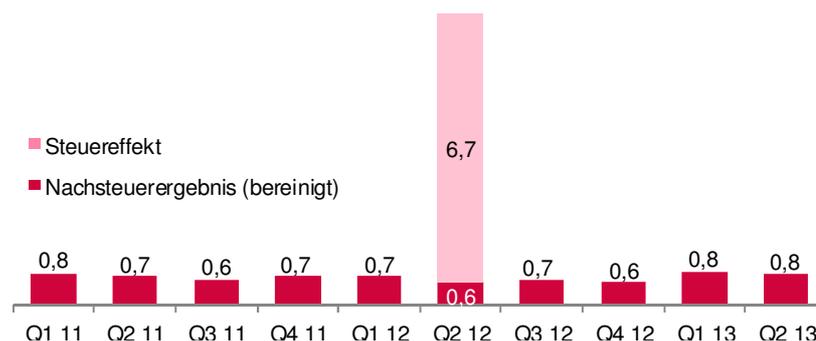


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der nach den Regionen „Deutschland“ und „UK“ getrennte EBIT-Beitrag verdeutlicht die weiterhin solide Ergebnisentwicklung der deutschen Tochtergesellschaften, wohingegen die UK-Töchter insbesondere im abgelaufenen zweiten Quartal 2013 eine hohe Ergebnisdynamik aufweisen. Begründen lässt sich diese Entwicklung hauptsächlich durch die positive Umsatzentwicklung. Die hier nicht dargestellten Zentralfunktionen der Syzygy AG (hier werden beispielsweise die Belastungen für den Digital Innovation Day und für die Hi-ReS! New York Inc, die keine positiven Ergebnisbeiträge leistet, zusammengefasst) weisen im ersten Halbjahr 2012 ein negatives EBIT in Höhe von -1,04 Mio. € (VJ: -0,79 Mio. €) auf.

Der dargestellte Ergebnismrückgang konnte jedoch durch das außerordentlich gute Finanzergebnis kompensiert werden. Infolge eines aktiven Treasury Management gelang es der Syzygy AG ein Finanzergebnis in Höhe von 0,80 Mio. € (1.HJ/12: 0,49 Mio. €) zu erzielen. Demzufolge lag das Vorsteuerergebnis mit 2,13 Mio. € um +12,8 % oberhalb des Vorjahreswertes (1.HJ/12: 1,89 Mio. €).

### Nachsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Erwartungsgemäß lag das Nachsteuerergebnis nach Minderheiten jedoch mit 1,60 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreswertes von 8,02 Mio. €. Der Grund hierfür sind fehlende steuerliche Sondererträge, welche den Vorjahreswert um 6,70 Mio. € positiv beeinflusst hatten. Bereinigt um diesen Effekt hat die Syzygy AG einen Anstieg des Nachsteuerergebnisses in Höhe von +21,6 % erzielt.

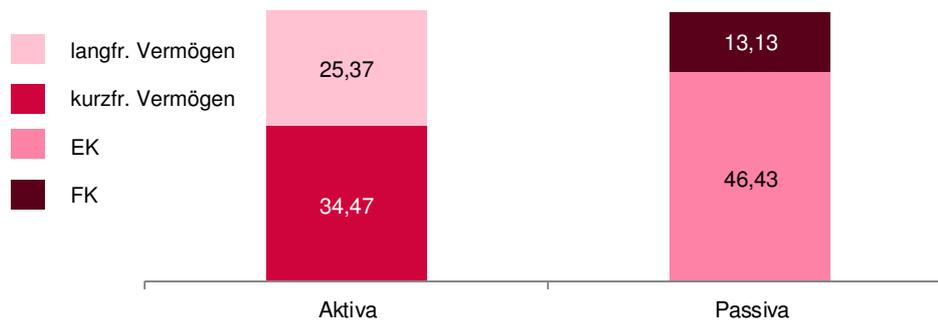
**Bilanz - Weiterhin sehr solide Vermögensstruktur, EK-Quote von 77,7 %**

in Mio. €	30.06.2012	31.12.2012	30.06.2013
Eigenkapital	46,73	49,05	46,43
EK-Quote in %	76,4 %	76,3 %	77,7 %
Operatives Anlagevermögen	2,74	2,79	2,90
Working Capital	6,84	-0,67	1,77
Finanzvermögen	16,97	26,80	22,04

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Reduktion des Eigenkapitals von 49,05 Mio. € (31.12.12) auf 46,43 Mio. € liegt in erster Linie in der im Juni 2013 erfolgten Dividendenauszahlung in Höhe von 3,20 Mio. € begründet. Trotz der Eigenkapitalreduktion erhöhte sich die Eigenkapitalquote auf 77,7 % (31.12.12: 76,3 %), was unverändert einem überdurchschnittlichen Wert entspricht. Ursächlich für den Anstieg der Eigenkapitalquote ist die Reduktion der Bilanzsumme. Aktivseitig wird diese in erster Linie von einer Reduktion des Finanzvermögens (Dividendenauszahlung) sowie passivseitig von einer Minderung des Eigenkapitals und der kurzfristigen Verbindlichkeiten dargestellt. Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2012 stellt sich die Vermögenslage der Syzygy AG nahezu unverändert dar.

**Bilanzstruktur (in Mio. €)**



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Erwartungsgemäß lag der operative Cashflow in den ersten sechs Monaten mit -1,06 Mio. € (VJ: -0,94 Mio. €) noch im negativen Bereich. Die Entwicklung des operativen Cashflows folgt bei der Syzygy AG einem saisonalen Muster. Während das Q1 typischerweise eine negative Größenordnung aufweist, findet in den Folgequartalen ein sukzessiver Anstieg des operativen Cashflows statt. Der negative Cashflow des Q1 in Höhe von -2,05 Mio. € konnte durch den Liquiditätszufluss des Q2 (0,99 Mio. €) noch nicht ausgeglichen werden.

**Operativer Cashflow (in Mio. €)**



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

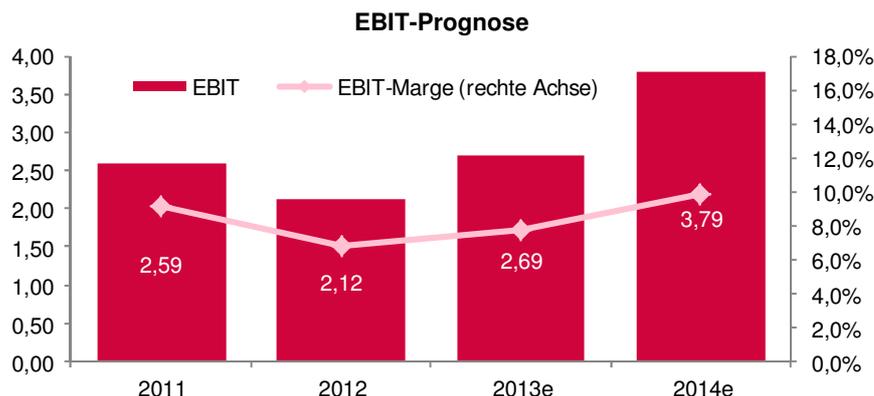
**Prognose und Modellannahmen - 2013er Prognosen angepasst; 2014er unverändert**

in Mio. €	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)	GJ 2014e (alt)	GJ 2014e (neu)
Umsatzerlöse	34,85	34,85	38,33	38,33
EBITDA (Marge)	3,89 (11,2 %)	3,41 (9,8 %)	4,67 (12,2 %)	4,50 (11,7 %)
EBIT (Marge)	3,17 (9,1 %)	2,69 (7,7 %)	3,96 (10,3 %)	3,79 (9,9 %)
Jahresüberschuss	3,19	3,17	3,49	3,37
EPS in €	0,25	0,25	0,27	0,26

Quelle: GBC AG

Wie bereits dargestellt, profitierte die Syzygy AG in den ersten sechs Monaten 2013 von einer Wiederbelebung des UK-Geschäfts sowie flankierend hierzu von einem weiterhin hohen Niveau der Deutschland-Umsätze. Auf Grundlage der Umsatzzahlen der ersten sechs Monate 2013, wobei speziell das zweite Quartal eine Verstärkung der positiven Tendenz aufweist, erachten wir unsere bisherigen 2013er Umsatzprognosen als gut erreichbar. Auch von Unternehmensseite wurden die erwarteten Umsatzerlöse in Höhe von 35 Mio. € bestätigt. Dieses gegenüber dem Geschäftsjahr 2012 antizipierte Umsatzwachstum in Höhe von +12,0 % sollte dabei sowohl von den Tochtergesellschaften in Großbritannien, als auch von den deutschen Konzerngesellschaften getragen werden. Das britische Segment konnte dabei mehrere namhafte Neukunden gewinnen, womit die langfristige Umsatzbasis im zweiten Quartal 2013 angehoben wurde. Wichtige Impulse dürfte darüber hinaus das deutsche Segment durch die Berliner Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH erfahren. Bereits im zweiten Quartal 2013 konnte Hi-ReS! Berlin GmbH mit dem Kunden BMW erste nennenswerte Umsätze erzielen. Diese werden sich komplett auf das zweite Halbjahr 2013 auswirken, so dass dadurch eine überproportionale Umsatzentwicklung zu erwarten ist.

Im ersten Halbjahr 2013 verzeichnete jedoch die Syzygy AG einen leichten EBIT-Rückgang um -4,8 % auf 1,33 Mio. € (1.HJ/12: 1,39 Mio. €). Die Syzygy AG hat hierauf reagiert und die Ergebnisprognosen auf Gesamtjahresbasis reduziert. Nachdem bisher ein Ergebniswachstum in Höhe von 30 % in Aussicht gestellt wurde, rechnet die Gesellschaft aktuell mit einem zum Umsatz proportionalen Ergebnisanstieg. Unsere nach unten hin angepassten Ergebnisschätzungen für 2013 werden den aktualisierten Unternehmensprognosen gerecht. Nunmehr rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 2,69 Mio. € (zuvor: 3,17 Mio. €).



Quelle: GBC AG

Im Gegensatz zur Reduktion unserer Ergebnisprognosen haben wir das erwartete 2013er EPS von 0,25 € unverändert gelassen. Eine wichtige Rolle dafür spielen die Finanzerträge der Syzygy AG, welche bereits zum 30.06.13 über unseren Erwartungen lagen. Dieser Erfolg sollte auch im zweiten Halbjahr fortgesetzt werden, so dass ein prognostiziertes Finanzergebnis von 1,65 Mio. € (Prognose alt: 1,30 Mio. €) den Ergebnismrückgang weitestgehend auffangen dürfte.

Die 2014er Ergebnisprognosen haben wir aufgrund der veränderten Basis ebenfalls leicht reduziert. Wir rechnen nun mit einem EBIT in Höhe von 3,79 Mio. € (bisher: 3,96 Mio. €).

## 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 2,5 %.

#### 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 2014 entspricht als **Kursziel 5,15 €**.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 5,00 € leicht angehoben. Die Kurszielanhebung ist dabei in erster Linie eine Folge des so genannten Roll-Over-Effekts. Nach der Prolongation des Kursziels auf das Geschäftsjahresende 2014 hat sich damit der Kurszielhorizont um ein Jahr in die Zukunft verschoben.

## 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	
US Veränderung	12,0%	10,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	12,91	13,69	14,77	14,77	14,77	14,77	14,77	14,77	
EBITDA	3,41	4,50	4,98	5,18	5,39	5,60	5,83	6,06	
EBITDA-Marge	9,8%	11,7%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
EBITA	2,69	3,79	4,27	4,50	4,68	4,86	5,06	5,26	
EBITA-Marge	7,7%	9,9%	10,7%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	11,0%
Steuern auf EBITA	-0,73	-1,08	-1,22	-1,30	-1,36	-1,41	-1,47	-1,53	
zu EBITA	27,0%	28,5%	28,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	1,97	2,71	3,05	3,19	3,32	3,45	3,59	3,73	
Kapitalrendite	92,4%	100,3%	80,4%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	62,8%
Working Capital (WC)	0,00	1,00	2,31	2,40	2,50	2,60	2,71	2,81	
WC zu Umsatz	0,0%	2,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Investitionen in WC	-0,66	-1,00	-1,31	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,70	2,80	2,70	2,81	2,92	3,04	3,16	3,28	
AFA auf OAV	-0,72	-0,71	-0,71	-0,68	-0,71	-0,74	-0,77	-0,80	
AFA zu OAV	26,7%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	25,4%	
Investitionen in OAV	-0,63	-0,81	-0,61	-0,79	-0,82	-0,86	-0,89	-0,93	
Investiertes Kapital	2,70	3,80	5,01	5,21	5,42	5,64	5,86	6,10	
EBITDA	3,41	4,50	4,98	5,18	5,39	5,60	5,83	6,06	
Steuern auf EBITA	-0,73	-1,08	-1,22	-1,30	-1,36	-1,41	-1,47	-1,53	
Investitionen gesamt	-1,29	-1,81	-1,92	-0,89	-0,92	-0,96	-1,00	-1,04	
Investitionen in OAV	-0,63	-0,81	-0,61	-0,79	-0,82	-0,86	-0,89	-0,93	
Investitionen in WC	-0,66	-1,00	-1,31	-0,09	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,39	1,61	1,84	2,99	3,11	3,24	3,37	3,50	46,84

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	36,40	38,56
Barwert expliziter FCFs	12,89	12,62
Barwert des Continuing Value	23,51	25,94
Nettoschulden (Net debt)	-27,60	-27,20
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	64,00	65,76
Fremde Gewinnanteile	0,27	0,28
Wert des Aktienkapitals	64,27	66,04
Ausstehende Aktien in Tsd.	12,828	12,828
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,01	5,15

### 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				
	6,3%	8,3%	10,3%	12,3%	14,3%
58,8%	7,93	5,95	5,01	4,48	4,14
60,8%	8,10	6,05	5,08	4,52	4,17
62,8%	8,27	6,15	5,15	4,57	4,21
64,8%	8,44	6,25	5,22	4,62	4,24
66,8%	8,61	6,36	5,28	4,67	4,28

## Fazit

### Leichte Prognoseanpassung vorgenommen; Unverändertes Rating KAUFEN

Die positive Umsatzentwicklung der Syzygy AG hat sich mit einem Erlösanstieg in Höhe von +5,6 % auf 16,93 Mio. € (VJ: 15,35 Mio. €) auch mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2013 bestätigt. Dabei weisen die deutschen Tochtergesellschaften mit einem Anstieg von +17,1 % eine gewohnt überzeugende Umsatzentwicklung auf. Speziell die im Jahr 2012 gegründete Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH konnte mit dem Großkunden BMW signifikante Umsätze beisteuern.

Parallel hierzu wurde die Umsatzbasis des englischen Segments ebenfalls ausgebaut. Mit 5,16 Mio. € übertrafen die UK-Töchter den Vorjahreswert um +2,9 % (VJ: 5,01 Mio. €) leicht. Auch wenn dieser Wert keine signifikante Umsatzverbesserung aufzeigt, lässt sich in der isolierten Quartalsbetrachtung dennoch eine positive Tendenz in Großbritannien ablesen. Im abgelaufenen zweiten Quartal 2013 markierte die Syzygy AG mit UK-Umsätzen in Höhe von 2,83 Mio. € (Q2/12: 2,48 Mio. €) den höchsten Quartalsumsatz seit dem dritten Quartal 2011.

Das operative Ergebnis war hingegen von einem Anstieg der operativen Kosten geprägt, so dass die Syzygy AG, entgegen der positiven Umsatzentwicklung, einen EBIT-Rückgang um -4,8 % auf 1,33 Mio. € (1.HJ/11: 1,39 Mio. €) verzeichnete. Durch ein außerordentlich gutes Finanzergebnis in Höhe von 0,80 Mio. € (VJ: 0,49 Mio. €) konnte jedoch die Ergebnisreduktion kompensiert und damit ein über dem Vorjahreswert liegendes Vorsteuerergebnis von 2,13 Mio. € (VJ: 1,89 Mio. €) erzielt werden. Zwar lag das Nachsteuerergebnis erwartungsgemäß mit 1,60 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreswertes von 8,02 Mio. €. Der Grund hierfür sind jedoch fehlende steuerliche Sondererträge, welche den Vorjahreswert um 6,70 Mio. € positiv beeinflusst hatten. Bereinigt um diesen Effekt hat die Syzygy AG einen Anstieg des Nachsteuerergebnisses in Höhe von +21,6 % erzielt.

Angesichts der positiven Umsatzentwicklung dürfte die Syzygy AG die eigenen Umsatzprognosen, wonach bis zum Geschäftsjahresende 2013 ein Umsatzniveau von etwa 35 Mio. € erzielt werden soll, erreichen. Demzufolge erwarten wir auf Gesamtjahresbasis unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 34,85 Mio. €. Die Syzygy AG hat auf den im ersten Halbjahr 2013 verzeichneten EBIT-Rückgang reagiert und die Ergebnisprognosen auf Gesamtjahresbasis reduziert. Nachdem bisher ein Ergebniswachstum in Höhe von 30 % in Aussicht gestellt wurde, rechnet die Gesellschaft aktuell mit einem zum Umsatz proportionalen Ergebnisanstieg. Unsere nach unten hin angepassten Ergebnisschätzungen für 2013 werden den aktualisierten Unternehmensprognosen gerecht. Nunmehr rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 2,69 Mio. € (zuvor: 3,17 Mio. €).

Im Gegensatz zur Reduktion unserer Ergebnisprognosen haben wir das erwartete 2013er EPS von 0,25 € unverändert gelassen. Eine wichtige Rolle spielen dabei die Finanzerträge der Syzygy AG, welche bereits zum 30.06.13 über unseren Erwartungen lagen. Dieser Erfolg sollte auch im zweiten Halbjahr fortgesetzt werden, so dass ein prognostiziertes Finanzergebnis von 1,65 Mio. € (Prognose alt: 1,30 Mio. €) den Ergebnisrückgang weitestgehend auffangen dürfte. Die 2014er Ergebnisprognosen haben wir aufgrund der veränderten Basis ebenfalls leicht reduziert. Wir rechnen nun mit einem EBIT in Höhe von 3,79 Mio. € (bisher: 3,96 Mio. €).

**Auf dieser Basis haben wir im Rahmen unseres DCF-Modells einen fairen Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 in Höhe von 5,15 € ermittelt und haben damit das bisherige Kursziel von 5,00 € leicht angehoben. Diese Anhebung ist auf die Prolongation unseres Kurszielhorizontes auf das Ende des Geschäftsjahres 2014 (bisher: Ende 2013) zurückzuführen. Angesichts der aktuellen Kursniveaus der Syzygy-Aktie und der daraus resultierenden hohen Kurspotenziale, stufen wir die Syzygy AG unverändert 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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