



Researchstudie (Anno)

SYGNIS AG



**„Vermarktung des Hauptproduktes ist gestartet;
Deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung erwartet“**

Kursziel: 6,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19**

SYGNIS AG^{*4;5}

KAUFEN

Kursziel: 6,00

aktueller Kurs: 4,52
15.4.2014 / ETR / 12:08 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: LIO1
Aktienanzahl³: 10,535
Marketcap³: 47,51
EnterpriseValue³: 47,38
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 16,0 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

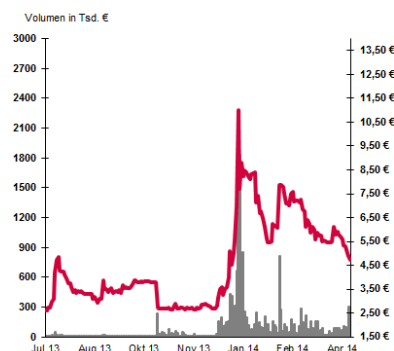
Branche: Biotechnologie
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von DNA-Technologien

Mitarbeiter: 19 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1997

Firmensitz: Heidelberg

Vorstand: Pilar de la Huerta



Die SYGNIS AG mit Sitz in Heidelberg und Madrid ist ein im Prime Standard der Deutschen Börse gelistetes Life Science-Unternehmen. Entsprechend der im Jahr 2012 neu definierten Geschäftsstrategie fokussiert sich das Unternehmen auf die Entwicklung und Vermarktung von neuartigen molekularbiologischen Technologien, z.B. im Bereich der DNA-Amplifikation (Vervielfältigung) und -Sequenzierung (Auslesen). Für das Hauptprodukt „SensiPhi“ (früherer Name: QualiPhi), einer verbesserten Polymerase zur DNA-Amplifizierung, wurde im Juli 2012 eine Lizenzvereinbarung mit Qiagen zur weltweiten exklusiven Vermarktung geschlossen. Anfang 2014 hat Qiagen mit der Vermarktung des SYGNIS-Produktes begonnen. Komplettiert wird die Produktpalette der Gesellschaft durch weitere Technologien wie Novel QualiPhi mutants und PrimPol für NGS (Next Generation Sequencing), die ebenfalls kurz vor dem Vermarktungsstart stehen. Auch bei der vierten Technologie, DoubleSwitch, womit Protein-Protein-Interaktionen gemessen werden können, ist eine zeitnahe Auslizenzierung geplant.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	0,48	2,52	3,91	8,22
EBITDA	-3,40	-1,05	0,18	4,30
EBIT	-4,28	-1,17	0,03	4,15
Jahresüberschuss	-3,20	-0,93	-0,04	3,43

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,30	-0,09	0,00	0,32
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	98,71	18,80	12,12	5,77
EV/EBITDA	neg.	neg.	263,24	11,02
EV/EBIT	neg.	neg.	1579,43	11,42
KGV	neg.	neg.	neg.	13,84
KBV	7,98			

Finanztermine

13.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht
14.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
11.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
25.11.2013: RS / 4,35 / KAUFEN
29.10.2013: RS / 4,35 / KAUFEN
4.10.2013: RS / 4,35 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 4,55 / KAUFEN
3.7.2013: RS / 4,55 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Erwartungsgemäß hat die SYGNIS AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 mit 0,48 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) noch geringe Umsatzerlöse erzielt. Dies ist auf im Geschäftsjahr 2013 noch fehlende Vermarktungsumsätze des derzeitigen Hauptproduktes SensiPhi[®] zurückzuführen, dessen Vermarktung (Vermarktungspartner: Qiagen) im ersten Quartal 2014 begonnen hat.
- Die SYGNIS AG hat die Restrukturierung und damit Anpassung der Organisation an das neue Geschäftsmodell erfolgreich beendet und dürfte damit künftig von Skaleneffekten profitieren. Bereits im Geschäftsjahr 2013 lagen die operativen Kosten mit 4,77 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahres (Pro-Forma-Werte GJ 2012: 9,89 Mio. €). Hieraus lässt sich ein Indiz auf eine schlanke Organisationsstruktur ablesen.
- SYGNIS AG besitzt eine gute gefüllte Pipeline mit drei Produkten, für die noch im laufenden Geschäftsjahr 2014 von einer Auslizenzierung auszugehen ist. Das Hauptprodukt SensiPhi[®] (früherer Name: QualiPhi[®]) wurde bereits im Geschäftsjahr 2012 an den Vermarktungspartner Qiagen, einer der führenden Unternehmen für Proben- und Testtechnologien, auslizenziert. Der Vertrieb von SensiPhi[®], welches die Grundlage für zwei Qiagen-Kits zur Amplifikation vollständiger Genome (DNA) sowie Transkriptome (RNA) aus einzelnen Zellen (REPLI-g WTA Single Cell Kit und REPLI-g Cell WGA & WTA Kit) darstellt, hat im ersten Quartal 2014 begonnen. Von Vorteil ist dabei die starke strategische Ausrichtung von Qiagen auf den NGS-Markt, so dass von einer intensiven und kontinuierlichen Vermarktung auszugehen ist.
- Im Geschäftsjahr 2013 hat die SYGNIS AG sowohl über eine Kapitalerhöhung (Nettoemissionserlös: 2,84 Mio. €) als auch über Darlehen von Großaktionären die Liquiditätssituation deutlich verbessert. Die liquiden Mittel summieren sich zum 31.12.2013 auf 2,20 Mio. € und dürften unserer Ansicht nach bis zum Erreichen des Break-Even ausreichen.
- Auf EBIT-Basis sollte die Gesellschaft den Break-Even gemäß aktueller Einschätzung im kommenden Geschäftsjahr 2015 erreichen können. Die Grundlage dieser Prognose sind in erster Linie die erwarteten Vermarktungsumsätze von SensiPhi[®], sowie die Auslizenzierung und Vermarktung weiterer, bereits fertig entwickelter Produkte. Für das Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit Umsätzen in Höhe von 2,52 Mio. € (Unternehmens-Guidance: 2,00 Mio. € - 2,50 Mio. €). In den kommenden Geschäftsjahren sollten sich erwartungsgemäß signifikante Beiträge aus der Vermarktung der Produktpipeline einstellen. Wir rechnen mit Umsätzen in Höhe von 3,91 Mio. € (GJ 2015e) und 8,22 Mio. € (GJ 2016e).
- Vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzbasis sowie einer schlanken Organisationsstruktur dürfte die Ergebnisentwicklung überproportional zum Umsatzwachstum ausfallen. Dies reflektiert unsere langfristig erwartete hohe EBIT-Marge in Höhe von 65,0 %.
- Im Rahmen eines DCF-Modells haben einen fairen Wert je Aktie von 6,00 € ermittelt. Angesichts aktueller Kursniveaus erneuern wir unser KAUFEN-Rating.

INHALTSVERZEICHNIS

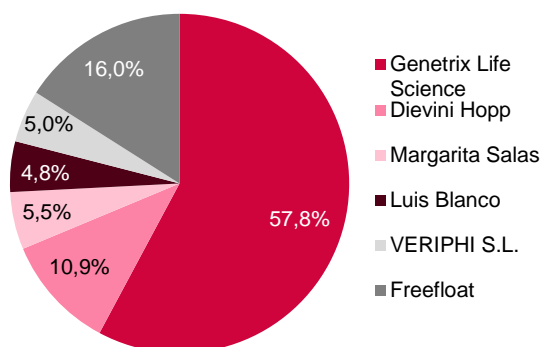
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
SensiPhi® (ehemals QualiPhi®)	5
Novel QualiPhi® mutants	6
PrimPol.....	6
DoubleSwitch	6
DNA Reparatur KIT	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2013	10
Umsatzentwicklung 2013	10
Ergebnisentwicklung 2013	10
Bilanzielle und finanzielle Situation	12
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Unternehmensstrategie	14
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

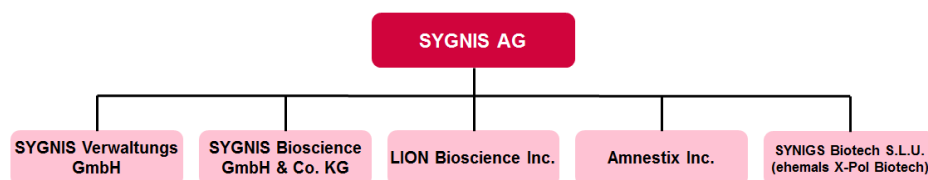
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Genetrix Life Sciences A.B.	57,8
Dievini Hopp Bio Tech Holding GmbH & Co. KG	10,9
Margarita Salas	5,5
Luis Blanco	4,8
VERIPHI S.L.	5,0
Freefloat	16,0

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Im Jahr 2012 fand der Unternehmenszusammenschluss der SYGNIS Biotech S.L.U. (ehemals X-Pol Biotech S.L.U.) mit der ehemaligen SYGNIS Pharma AG statt, wodurch sich sowohl strukturell als auch operativ erhebliche Veränderungen ergeben haben. Der derzeitige Konsolidierungskreis der SYGNIS AG wird von fünf 100 %igen Tochtergesellschaften dargestellt, mit dem regionalen Schwerpunkt auf Heidelberg und Tres Cantos (Madrid), Spanien. An beiden Standorten verfügt die Gesellschaft über Geschäfts- und Laborräumlichkeiten mit einer Gesamtfläche von nahezu 1.000 qm. Die operative Tätigkeit und damit die Entwicklungsaufgaben sind derzeit in den Tochtergesellschaften SYGNIS Biotech S.L.U. und SYGNIS Bioscience GmbH & Co. KG angesiedelt.

Produkte

Mit dem im Jahr 2012 durchgeführten Unternehmenszusammenschluss (im Rahmen einer „reverse acquisition“) wurden die Entwicklungsaktivitäten der ehemaligen SYGNIS Pharma AG aufgegeben. Lag der bisherige Fokus auf der vergleichsweise zeit- und kapitalintensiven Wirkstoffentwicklung (bspw. KIBRA-Projekt, welches 2012 vollständig eingestellt wurde), liegt der aktuelle Schwerpunkt auf der Entwicklung neuer biotechnologischer Erzeugnisse im Bereich der Molekularbiologie. Da für diese Erzeugnisse keine langwierigen klinischen Erprobungsphasen notwendig sind, weist die Gesellschaft nach der erfolgten Restrukturierung sowohl ein geringeres Risikoprofil auf, als auch ein schnelleres so genanntes „Time-to-Market“.

Der aktuelle Projektstand umfasst sieben Projekte, von denen vier bereits marktreife Produkte speziell an die Bedürfnisse des Next Generation Sequencing (NGS: beschleunigtes Verfahren zum Auslesen der Sequenzinformation eines DNA-Moleküls) angepasst sind. Anhand der nachfolgenden Darstellung wird erkennbar, dass das Projektportfolio der SYGNIS AG Projekte aufweist, die sich in einem bereits weit entwickelten Stadium befinden.

Projektpipeline der SYGNIS AG

Projekt	Anwendungsgebiet	Forschung & Entwicklung	Vermarktungsaktivitäten	Lizenz	Markt
SensiPhi (bisher: QualiPhi)	DNA-Amplifikation	[Progress bar from R1C2 to R1C6]			
Novel QualiPhi mutants	DNA/Next Generation Sequencing	[Progress bar from R2C2 to R2C3]			
PrimPol	DNA/Next Generation Sequencing	[Progress bar from R3C2 to R3C4]			
Double Switch	Screeningtechnologie auf Basis von Protein-Protein-Interaktionen	[Progress bar from R4C2 to R4C5]			
DNA Reparatur KIT	DNA-Amplifikation	[Progress bar from R5C2 to R5C3]			
ProPhi	Proteomik	[Progress bar from R6C2 to R6C3]			
TransPhect	Transfektion von Zellen	[Progress bar from R7C2 to R7C3]			

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

SensiPhi® (ehemals QualiPhi®)

Das Hauptprodukt der Gesellschaft, SensiPhi®, ist eine verbesserte Version der phi-29-DNA-Polymerase und bietet gemäß Unternehmensangaben verbesserte Eigenschaften als die derzeit am Markt verfügbaren Polymerasen. Es handelt sich hierbei um ein proprietär entwickeltes Enzym, wodurch die DNA-Vervielfältigung aus geringeren Ausgangsmengen, bei einem geringeren Zeitaufwand und einer höheren Effizienz möglich wird. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund vorteilhaft, da zumeist die vorhandene DNA nur in geringen Mengen zur Verfügung steht und damit für diagnostische, forensische oder wissenschaftliche Untersuchungen nicht ausreicht. Die SYGNIS AG schreibt SensiPhi® aufgrund der genannten Vorteile das Potenzial zu, die bereits bestehenden Technologien in vielen Anwendungen zu ersetzen.

Mit der Auslizenzierung von SensiPhi® an Qiagen, eines der weltweit führenden Unternehmen für Proben- und Testtechnologien, wurde bereits der „Proof of Concept“ erbracht. Die SYGNIS-Technologie bildet dabei die Basis für zwei Amplifizierungs-Kits, REPLI-g WTA Single Cell Kit und REPLI-g Cell WGA & WTA Kit zur Vermehrung der gesamten DNA (WGA; whole genome amplification) oder RNA (WTA, whole transcriptome amplification) aus nur einzelnen Zellen. Diese werden nun von Qiagen im Rahmen der Lizenzvereinbarung aus dem Jahr 2012 weltweit vertrieben, woraus für die SYGNIS AG umsatzabhängige Lizenzerträge resultieren werden.

REPLI-g WTA Single Cell KIT



Preis: 1.207,00 €

Quelle: Qiagen N.V.

REPLI-g Cell WGA & WTA Kit



Preis: 835,00 €

Diesbezüglich ist die strategische Ausrichtung der Qiagen von wesentlicher Bedeutung, da unserer Ansicht nach die Strategie des Vermarktungspartners ein entscheidender Faktor für den Erfolg des SYGNIS-Produktes darstellt. Gemäß jüngsten Unternehmensmeldungen der Qiagen wird dabei ersichtlich, dass die Gesellschaft bei seiner Produktentwicklungsstrategie einen starken Fokus auf den NGS-Markt setzt und hier eine kontinuierliche Vermarktung (Kommunikation auf Fachkongressen etc.) vornimmt.

Novel QualiPhi[®] mutants

Die Phi29 Polymerasen kommen nicht nur bei der Amplifikation zum Einsatz, sondern ermöglichen gleichzeitig auch das Auslesen der Nukleotid-Abfolge (Abfolge der einzelnen Bestandteile einer DNA). Das Anforderungsprofil an eine hierfür verwendete Polymerase unterscheidet sich zur reinen DNA-Amplifikation jedoch hinsichtlich der Lesegenauigkeit und Prozessaktivität. Um auch dieses Anwendungsgebiet abzudecken, entwickelt die SYGNIS neue, bedarfsgerechte QualiPhi Mutanten, welche speziell an die Bedürfnisse des Next Generation Sequencing (NGS) angepasst werden.

PrimPol

Als neues Enzym, welches für die Amplifikation von RNA und/oder DNA (Erklärungshinweis: DNA reflektiert die genetische Prägung eines Menschen, z.B. eine Prädisposition, eine bestimmte Krankheit zu entwickeln, während die RNA die raus resultierenden Vorgänge in einer Zelle wiedergibt) entwickelt wurde, weist PrimPol verbesserte Eigenschaften auf. Aufgrund der Möglichkeit beispielsweise auch beschädigtes DNA-Material oder konservierte Proben zuverlässig zu vervielfältigen, dürfte PrimPol ein hohes Interesse generieren. Die derzeitige Technologie ist vor diesem Hintergrund noch nicht auf beschädigte Ausgangsmaterialien ausgelegt, so dass die von der SYGNIS AG entwickelte Technologie als ein Novum in diesem Bereich zu betrachten ist.

DoubleSwitch

Die Ermittlung von Protein-Protein-Interaktionen ist ein wesentlicher Bestandteil für das Verständnis molekularer Abläufe, z.B. bei der Entstehung von Krankheiten. Eine Protein-Protein-Interaktion ist als Wechselwirkung zwischen zwei oder mehreren Proteinen zu verstehen und spielt eine Schlüsselrolle bei allen biologischen Prozessen, an denen Proteine beteiligt sind. Mit der von SYGNIS entwickelten modular aufgebauten DoubleSwitch Technologie können solche Interaktionen gemessen werden, was letztendlich die Entwicklung maßgeschneiderter Wirkstoffe ermöglicht. Die Technologie wird durch zwei grundlegende Patente geschützt, welche sowohl in Europa als auch in den USA erteilt wurden und eine Laufzeit bis 2023/2024 haben.

DNA Reparatur KIT

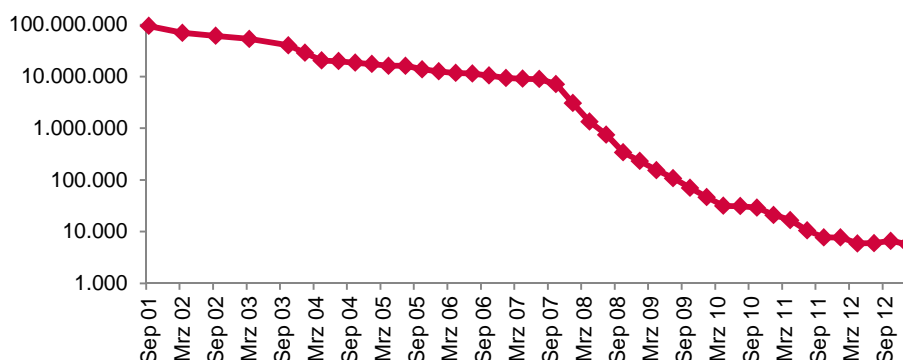
Gemäß der Unternehmensstrategie, wonach kontinuierlich neue Produkte entwickelt und anschließend vermarktet werden sollen, wurden die Entwicklungsaktivitäten hinsichtlich eines DNA Reparatur Kits gestartet. Das Ziel soll die Wiederherstellung beschädigten DNA-Materials sein, welches anschließend analysiert werden kann. Dieses Projekt könnte beispielsweise nach seiner Fertigstellung in Kombination mit den bereits beschriebenen Sygnis-Produkten vertrieben werden.

Der Entwicklungsschwerpunkt des laufenden Geschäftsjahres wird gemäß Unternehmensangaben auf dem DNA Reparatur KIT sowie auf weiteren, bereits initiierten Produkten liegen. Mit der bereits gestarteten Entwicklung der Produkte ProPhi und TransPhect beabsichtigt SYGNIS AG auch die artverwandten Bereiche der Proteomik (Entschlüsselung und Kategorisierung aller Proteine im Organismus) und der Transfektion (Einbringung fremder DNA in eine Wirtszelle) zu adressieren.

MARKT UND MARKTUMFELD

Eine wichtige Determinante des Marktumfelds für die DNA-Sequenzierung und DNA-Amplifikation, also für die Produkte der SYGNIS AG, findet sich in erster Linie im technologischen Fortschritt in diesem Bereich. Ein zunehmender technologischer Fortschritt in Verbindung mit einer daraus resultierenden Kosten- und Effizienzentwicklung beim Auslesen und Vervielfältigen der DNA, dürften eine intensivere und breiter gefächerte Anwendung dieser Technologie ermöglichen. Der technologische Fortschritt wird dabei insbesondere anhand der Kostenentwicklung bei der Genomanalyse ersichtlich.

Kostenentwicklung je Genomanalyse (in US-Dollar), logarithmische Darstellung



Quelle: NIH (National Human Genome Research Institute; GBC AG)

Der drastische Preisverfall bei der Genomanalyse hat deren Verwendung für verschiedene Einsatzgebiete ermöglicht. Zwar ist das Einsatzspektrum der DNA-Analyse breit gefächert, die SYGNIS AG sieht den wesentlichen Treiber aber im Paradigmenwechsel in der Medizin. Der Trend zur personalisierten Medizin, also die individuell zugeschnittene Diagnostik und Behandlung von Patienten bildet die Grundlage einer steigenden Nachfrage nach Biomarkern.

Biomarker tragen dazu bei, die individuelle genetische Ausstattung eines Patienten zu erkennen, auf deren Basis sich eine Krankheit entwickelt hat. (Quelle: Pharmazeutische Zeitung; Autor: Theodor Dingermann). Hierfür entscheidend ist das Auslesen der genetischen Information eines Patienten mit Hilfe der DNA-Sequenzierung. Diese genetischen Daten werden dann als Basis für eine patientenbezogene und individualisierte Therapie herangezogen. Erkennen lässt sich die stärker werdende Bedeutung der personalisierten Medizin insbesondere anhand des Biomarker-Einsatzes in den klinischen Studien, die auch eine Erforschung der Personalisierung vornehmen. Zwischen 1990 und 2005 ist der Anteil der Studien mit Biomarker-Verwendung von 4,0 % auf 20,0 % angestiegen (Quelle: Medizinische Biotechnologie in Deutschland 2011, BCG Report). Ein besonderer Schwerpunkt liegt dabei auf dem Onkologiebereich, für den über ein Drittel aller Studien mit Biomarker-Verwendung durchgeführt wird.

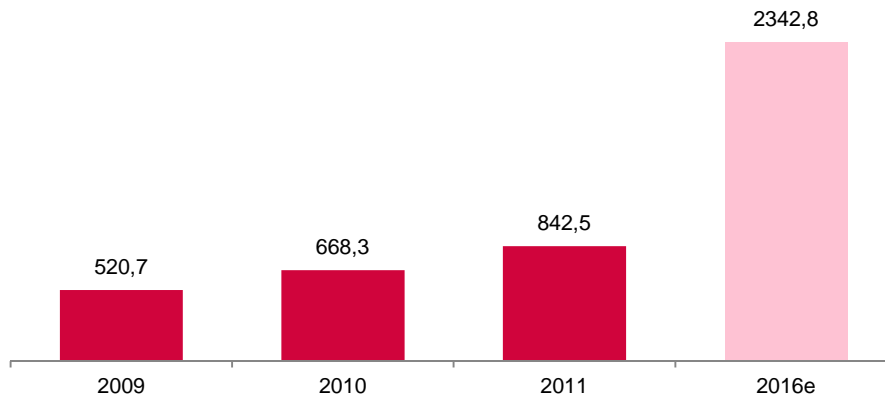
Der größte Nutzen der personalisierten Medizin liegt in der hohen Therapieindividualität, die in der Regel mit einem höheren Ansprechverhalten der Patienten einhergeht. Aufgrund eines frühzeitigen Erkennens und Eliminierens von Unverträglichkeiten verbessert sich die Therapieeffizienz (Vermeidung schwerer Krankheitsverläufe, weniger Nebenwirkungen, Vermeidung zusätzlicher Maßnahmen und Personalkosten), was infolge dessen auch eine Effizienzverbesserung und damit Kosteneinsparungen im Gesundheitssystem mit sich bringt. Aufgrund der genannten Vorteile wird das globale Wachstum der personalisierten Medizin bis zum Jahr 2015 auf bis zu 148,4 Mrd. US-Dollar erwartet. Zwischen 2010 und 2015 entspricht dies einer durchschnittlichen Wachstumsrate (CAGR) in

Höhe von +11,6 %. Mit einer leicht stärkeren Dynamik in Höhe von +14,8 % (CAGR für den Zeitraum zwischen 2011 und 2016) erwartet MarketsandMarkets das Wachstum des Biomarker-Marktes.

Hiervon dürfte auch der Bereich der DNA-Sequenzierung profitieren, wenngleich es sich hier nur um ein Teileinsatzgebiet handelt. Insbesondere der technologische Fortschritt dürfte den Anbietern der DNA-Sequenzierung neue Marktbereiche erschließen.

Demgemäß sollten sich die NGS-Technologien in den kommenden Jahren sehr wachstumsstark erweisen. MarketsandMarkets rechnet bis zum Jahr 2016 mit einem weltweiten Umsatzwachstum auf bis zu 2,34 Mrd. US-Dollar. Gegenüber dem Jahr 2011 (842,5 Mio. US-Dollar) bedeutet dies jährliche durchschnittliche Wachstumsraten in Höhe von +22,7 %.

Weltweite Umsätze im NGS-Markt (in Mio. US-Dollar)



Quelle: MnM Analysis; GBC AG

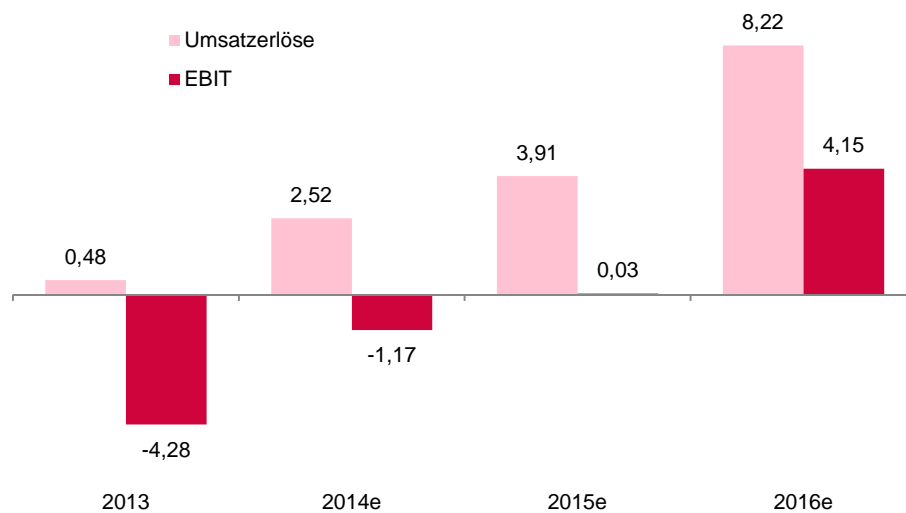
Mit dem Produkt SensiPhi[®] sowie zweier weiterer Projekte im NGS-Bereich (Novel QualiPhi[®] mutants und PrimPol) ist die SYGNIS AG in einer guten Position, um an den künftigen beschriebenen Marktpotenzialen zu partizipieren. Ein guter Beleg und „Proof of Concept“ hierfür ist die bereits geschlossene Lizenzvereinbarung mit Qiagen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012*	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	0,21	0,48	2,52	3,91	8,22
Vertriebsaufwendungen	-0,20	-0,37	-0,29	-0,30	-0,32
Verwaltungsaufwendungen	-0,37	-1,76	-1,72	-1,81	-1,90
F+E	-1,00	-2,23	-1,00	-1,05	-1,10
Abschreibungen	-1,01	-0,59	-0,18	-0,19	-0,20
sonstiges betriebliches Ergebnis	0,01	0,18	-0,50	-0,53	-0,55
EBIT	-2,35	-4,28	-1,17	0,03	4,15
Zinsaufwand	-0,04	-0,18	-0,16	-0,09	-0,11
Zinsertrag	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
Sonstiger Finanzertrag	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern	-2,40	-4,45	-1,33	-0,06	4,04
Ertragssteuern	0,00	1,25	0,40	0,02	-0,61
JÜ	-2,40	-3,20	-0,93	-0,04	3,43
EBITDA	-1,35	-3,40	-1,05	0,18	4,30
in % der Umsatzerlöse	neg.	neg.	-41,6%	4,6%	52,3%
EBIT	-2,35	-4,28	-1,17	0,03	4,15
in % der Umsatzerlöse	neg.	neg.	-46,6%	0,8%	50,5%
Ergebnis je Aktie in €	-0,32	-0,34	-0,09	0,00	0,32
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Aktienzahl in Mio. Stück	7,41	9,51	10,63	10,63	10,63

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG; *ehemalige SYGNIS Pharma AG lediglich für ein Monat konsolidiert



Geschäftsentwicklung 2013

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2012 (Pro Forma)*	GJ 2013
Umsatzerlöse	0,21	0,47	0,48
EBITDA	-1,35	-6,98	-3,40
EBIT	-2,35	-9,42	-4,28
Periodenergebnis	-2,40	-1,39	-3,20

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG; *Annahme einer ganzjährigen Konsolidierung der ehemaligen X-Pol Biotech und SYGNIS AG

Umsatzentwicklung 2013

Bei der Analyse der Umsatz- und Ertragsentwicklung der SYGNIS AG gilt es zunächst die im Rahmen des am 04.12.2012 erfolgten „umgekehrten Unternehmenserwerbes“ entstandenen Sondereffekte zu berücksichtigen. Dies bezieht sich insbesondere auf den Vergleich der Werte des Geschäftsjahres 2013 zu den Werten des Geschäftsjahres 2012, welcher aufgrund eines unterschiedlichen Konsolidierungskreises eine stark eingeschränkte Aussagekraft besitzt. Die im Rahmen der regulären Berichterstattung kommunizierten Werte des Geschäftsjahres 2012 enthalten für den Zeitraum Januar bis Dezember die Geschäftszahlen der X-Pol Biotech S.L.U. (jetzt: SYGNIS Biotech S.L.U.) jedoch lediglich nur für den Monat Dezember die Geschäftszahlen der alten SYGNIS Pharma AG (jetzt SYGNIS AG). Beide Gesellschaften finden sich aber ganzjährig in den Zahlen des Geschäftsjahres 2013 wieder.

Zur besseren Vergleichbarkeit präsentiert die Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2012 auch Pro Forma-Informationen, um die Auswirkungen eines ganzjährigen Einbezuges der beiden Gesellschaften darzustellen. Diese Pro-Forma-Informationen erachten wir als aussagekräftig, zumal diese im Rahmen der Erstellung des Wertpapierprospektes einer Prüfung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young GmbH unterzogen wurden.

Im Vergleich zu den Pro-Forma-Zahlen 2012 weisen die Umsatzerlöse erwartungsgemäß mit 0,48 Mio. € (VJ: 0,47 Mio. €) keine nennenswerten Veränderungen auf. Diese Entwicklung ist auf die zum 31.12.2013 noch nicht angelaufenen Vermarktungsaktivitäten der Produktpipeline zurückzuführen. Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 erwirtschafteten Erlöse stehen dabei im Zusammenhang mit der Vermarktung der Caco-2 Lizenzrechte in den USA (0,20 Mio. €) und umfassen darüber hinaus einmalige Auslizenzierungserlöse im Zusammenhang mit einer Qiagen-Lizenzvereinbarung (0,15 Mio. €). Flankierend hierzu vereinnahmte die Gesellschaft Dienstleistungsumsätze in Höhe von 0,13 Mio. €.

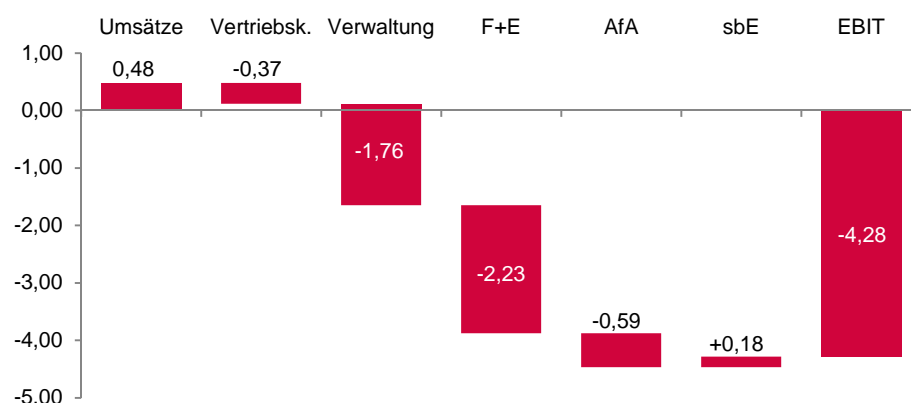
In unseren zuletzt veröffentlichten Prognosen (GBC-Prognosen gemäß Researchstudie vom 08.10.2013) haben wir mit erwarteten Umsätzen für das Geschäftsjahr 2013 in Höhe von 1,05 Mio. € ebenfalls eine noch sehr geringe Vermarktungsaktivität antizipiert. Die Diskrepanz zu den veröffentlichten Umsatzzahlen ergibt sich aus einer zeitlichen Verschiebung der Vermarktung des Hauptproduktes SensiPhi[®], welche wir bereits für das zweite Halbjahr 2013 erwartet hatten.

Ergebnisentwicklung 2013

Eine Kostendeckung war angesichts der erwarteten niedrigen Umsatzbasis nicht möglich und folglich weist die SYGNIS AG ein negatives EBIT in Höhe von -4,28 Mio. € (Pro-Forma VJ: -9,42 Mio. €) aus. Die gegenüber dem Vorjahr deutliche Ergebnisverbesserung, bei sonst unveränderten Umsatzerlösen, ist eine Auswirkung der durchgeführten Kostensenkungs- und Restrukturierungsmaßnahmen. So wurde im Rahmen dieser

Maßnahmen die Mitarbeiterzahl von 29 (31.12.2012) auf 19 reduziert, wodurch sich die operativen Kosten auf 4,77 Mio. € (VJ: 9,89 Mio. €) nahezu halbiert haben. Nach wie vor ist der überwiegende Anteil der SYGNIS-Mitarbeiter im Bereich der Forschung und Entwicklung (14 Mitarbeiter) tätig, was als ein Beleg für die strategische Ausrichtung der Gesellschaft zu verstehen ist. Verdeutlicht wird dies auch durch die Entwicklung der einzelnen Kostenpositionen, bei denen die F+E-Kosten den größten Anteil haben:

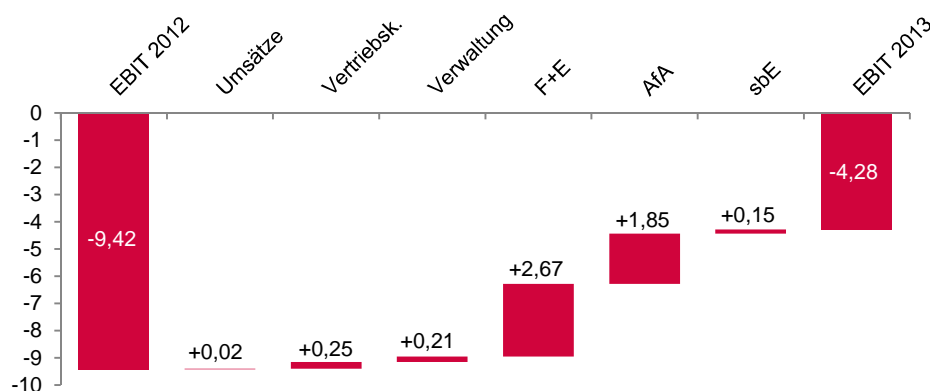
Umsatz- und Kostenpositionen (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Im Vordergrund der Forschungsaktivitäten stand im Geschäftsjahr 2013 die Weiterentwicklung der Produktpipeline. Im Vergleich zu den alten SYGNIS-Projekten gehen die aktuellen Projekte mit einer signifikant geringeren Entwicklungszeit, geringerem Finanzierungsbedarf und damit einem geringeren Risiko einher. Den größten Teil der Einsparungen hat die SYGNIS AG in diesem Bereich umgesetzt. Gegenüber den Pro-Forma-Zahlen des Geschäftsjahres 2012 minderte sich der Forschungsaufwand auf 2,23 Mio. € (VJ: 4,90 Mio. €). Folgende EBIT-Brücke verdeutlicht die insgesamt rückläufige Kostenentwicklung der SYGNIS AG:

EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Bei der EBIT-Brücke handelt es sich um eine vergleichende Darstellung zu den Pro-Forma-Zahlen 2012

Neben dem deutlichen Rückgang der F+E-Aufwendungen weist die Gesellschaft zudem eine Reduktion der Abschreibungen auf. Die Abschreibungen des Geschäftsjahres 2012 sind mehrheitlich beim alten Produktportfolio der SYGNIS AG im Zusammenhang mit der Aufgabe von Entwicklungsprojekten angefallen.

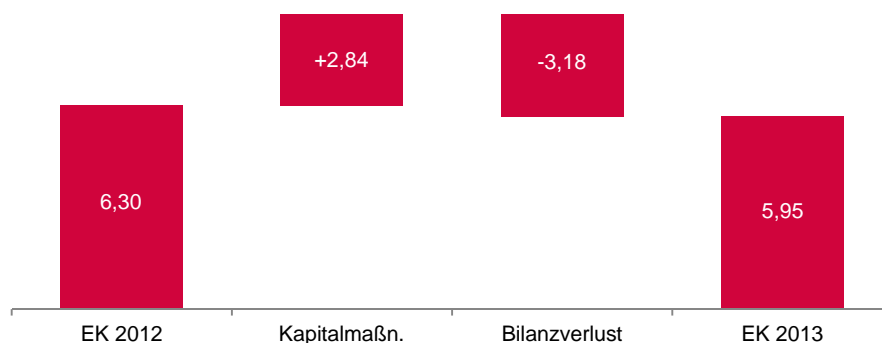
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Eigenkapital	6,30	-5,5%	5,95
EK-Quote (in %)	65,6%	-13,0 pP.	52,6%
Operatives Anlagevermögen	2,58	-29,4%	1,82
Working Capital	-1,22	58,9%	-1,94
Net Debt	1,00	-113,0%	-0,13

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Trotz der unverändert negativen Größenordnung beim Periodenergebnis in Höhe von -3,20 Mio. € reduzierte sich das Eigenkapital der SYGNIS AG nur geringfügig auf 5,95 Mio. € (31.12.12: 6,30 Mio. €). Dies ist auf eine im zweiten Halbjahr 2013 erfolgreich durchgeführte Kapitalerhöhung zurückzuführen. Diese hatte einen Nettoemissionserlös in Höhe von 2,84 Mio. € zur Folge gehabt und konnte damit das negative Nachsteuerergebnis nahezu kompensieren:

EK-Veränderung (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Neben der erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung hat die SYGNIS AG sowohl von bestehenden als auch von neuen Großaktionären Fremdkapital in Höhe von insgesamt 1,26 Mio. € aufgenommen. Darüber hinaus hat die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2013 zinslose und langfristige Forschungsdarlehen von spanischen Institutionen in Höhe von 1,41 Mio. € vereinnahmt. Dementsprechend gestaltete sich die für forschende Unternehmen wichtige Liquiditätssituation zum Geschäftsjahresende 2013 deutlich entspannter als zum 31.12.2012. Die liquiden Mittel summieren sich, unter Berücksichtigung eines ergebnisbedingten negativen Cashflows, zum 31.12.2013 auf 2,20 Mio. € (31.12.12: 0,47 Mio. €).

Die dazugehörige und auf den operativen Cashflow (inkl. CAPEX und Investitionen in Entwicklungskosten) bezogene Cash-Burn-Rate ist jedoch mit 0,6 (31.12.12: 0,7) trotz der Liquiditätsausweitung als gering einzustufen. Dies ist aber nur als Momentaufnahme zu verstehen. Im Zuge der bereits erfolgten Vermarktung des Hauptproduktes SensiPhi® ist mit einem deutlichen Anstieg des operativen Cashflows zu rechnen, wodurch sich der Liquiditätsverbrauch dann signifikant reduzieren dürfte.

Die genannten Kapitalmaßnahmen (Eigen- und Fremdkapital) hatten neben der Liquiditätsausweitung auch einen Anstieg der Bilanzsumme zur Folge. Vor diesem Hintergrund ist der Rückgang der Eigenkapitalquote auf 52,6 % (31.12.12: 65,6 %) zu verstehen. Weiterhin liegt bei der SYGNIS AG im Branchenvergleich eine überdurchschnittliche Eigenkapitalausstattung vor.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Die Partnerschaft mit Qiagen, einem der weltweiten Marktführer im Bereich der Proben und Testtechnologien ist als sehr starker Absatzkanal für SensiPhi zu verstehen. • Die homogene Produktpipeline geht mit einem geringen Forschungsaufwand und einer geringen Entwicklungszeit einher. • Das erfahrene Management wird von einem sehr erfahrenen Aufsichtsrat unterstützt. • Die Großaktionäre haben auch im Geschäftsjahr 2013 ihr Commitment zur Gesellschaft bekräftigt. • Für zwei Produkte verfügt die Gesellschaft bereits über entsprechende Patente in den wichtigsten Märkten für Life Science. • Die erfolgreich durchgeführte Kapitalmaßnahme lässt auf ein reges Investoreninteresse schließen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die Vermarktung der Produktpipeline ist erst im Geschäftsjahr 2014 gestartet. Daher fehlt ein belastbarer Track-Rekord. • Bisher hat die Gesellschaft lediglich ein Produkt auslizenzieren können. • Die Reichweite der aktuellen Liquidität hängt stark vom Vermarktungserfolg des Produktes SensiPhi ab. • Auf aktuellem Umsatzniveau ist der Break-Even noch nicht erreicht worden. • Aktuell hängt der Unternehmenserfolg noch stark von den Vermarktungsbemühungen des Lizenzpartners Qiagen ab.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Die ersten Vermarktungsumsätze sind für das laufende Geschäftsjahr 2014 zu erwarten. • Die Auslizenzierung weiterer Projekte ist für das laufende Geschäftsjahr 2014 als wahrscheinlich zu erachten. • Durch das schnelle TTM (time to market) kann die SYGNIS AG flexibel auf Veränderungen reagieren. • Die Gesellschaft weist eine schlanke Organisationsstruktur auf, wodurch Skaleneffekte schnell zum Tragen kommen dürften. • SensiPhi könnte der neue Standard für isotherme DNA-Amplifizierung werden. • Durch die beiden Standorte in Deutschland und Spanien können die jeweiligen Expertisen geteilt und dadurch höhere Erfolgswahrscheinlichkeiten bei Neuentwicklungen realisiert werden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Es besteht eine hohe Abhängigkeit von Lizenznehmern. Da die Gesellschaft über keine Vertriebskanäle verfügt, ist das Lizenzgeschäft allgemein sehr wichtig für den Unternehmenserfolg. • Der Geschäftserfolg der SYGNIS AG hängt derzeit noch von wenigen Produkten ab. • Neu entwickelte Produkte könnten unter Umständen nicht erfolgreich vermarktet werden. • Insgesamt ist die Gesellschaft in einem sehr wettbewerbsintensiven Marktumfeld, welches von schnellen Entwicklungszyklen geprägt ist, tätig.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	2,52	3,91	8,22
EBITDA	-1,05	0,18	4,30
EBITDA-Marge	neg.	4,6%	52,3%
EBIT	-1,17	0,03	4,15
EBIT-Marge	neg.	0,8%	50,5%
Jahresüberschuss	-0,93	-0,04	3,43
EPS in €	-0,09	0,00	0,33

Quelle: GBC AG

Unternehmensstrategie

Mit der nun erfolgten Auslizenzierung und Vermarktung des SYGNIS-Hauptproduktes **SensiPhi**[®] hat die Gesellschaft einen „Proof of Concept“ hinsichtlich der Unternehmensstrategie erbracht. Gleichzeitig kann hieraus eine Blaupause für die weitere Projektpipeline der Gesellschaft abgeleitet werden.

Gemäß Unternehmensstrategie sollen die selbstentwickelten und durch Patente geschützten Produkte im Rahmen von Lizenzvereinbarungen an Vermarktungspartner auslizenzieren werden. Dabei soll die Herstellung der Produkte, die an die Lizenzpartner ausgeliefert werden, in Abhängigkeit der Ressourcen entweder von der SYGNIS AG oder von externen Auftragnehmern vorgenommen werden. Für die Produktion sind vom aktuellen Standpunkt aus keine Investitionen erforderlich. Vor diesem Hintergrund ist es für die Gesellschaft einfacher von Skaleneffekten zu profitieren und somit bei einem noch vergleichsweise geringen Umsatzniveau den Break-Even zu erreichen.

Die Umsatzerlöse repräsentieren dabei sowohl so genannte einmalige Front-Up-Fees als auch laufende Lizenzträge. Die Front-Up-Fees (Erlöse bei Auslizenzierung) im Rahmen des Qiagen-Partnerschaftsmodells beliefen sich im Geschäftsjahr 2012 auf 0,35 Mio. € und nehmen dementsprechend eine untergeordnete Rolle ein. Die Lizenzträge hingegen, für die es zum Zeitpunkt der Studiererstellung noch keine belastbaren Daten gibt, stellen umsatzabhängige Erlöse dar. Bei der Qiagen-Vereinbarung rechnen wir mit industrieüblichen Lizenzträgen in Höhe von etwa 8,0 % -10,0 % der bei der Vermarktung erzielten Umsätze. Angesichts dessen hängt die Erlössituation der SYGNIS AG stark von den Vermarktungsaktivitäten und -bemühungen des Lizenzpartners ab.

Auf einer ähnlichen Grundlage dürfte die Vermarktung der weiteren Produktpipeline vorgenommen werden. Entscheidend in diesem Zusammenhang ist die geringe Entwicklungszeit der Produkte, welche keinerlei klinischen Tests unterzogen werden müssen und damit schnell der Vermarktung zugeführt werden können. Ein schneller Ausbau und eine hohe Innovations- und Entwicklungsgeschwindigkeit der Produktpipeline ist daher realistisch. Da es sich bei den SYGNIS-Produkten um so genannte Verbrauchsgüter für die Labor- und Testindustrie handelt, unterliegen diese zudem keinen regulatorischen Risiken.

Besonders vielversprechend und daher in unseren konkreten Planungen berücksichtigt sind neben der Vermarktung von **SensiPhi**[®], die **Novel QualiPhi**[®] **mutants**, **PrimPol** und die **Double-Switch** Technologieplattform. Diese Produkte sind bereits marktreif fertigentwickelt und benötigen für eine mögliche Integration in die Produktpalette des Lizenznehmers lediglich einen geringen Optimierungsaufwand.

Gemäß Unternehmensangaben wird derzeit eine hohe Wahrscheinlichkeit einer zeitnahen Auslizenzierung für das Enzym PrimPol gesehen, welches für den RNA- und DNA-

Replikationsmarkt entwickelt wurde. Bereits im vergangenen Geschäftsjahr 2013 haben konkrete Gespräche mit großen Unternehmen aus dem NGS-Bereich stattgefunden. Im Ergebnis sieht die Gesellschaft eine hohe Wahrscheinlichkeit einer noch im laufenden Geschäftsjahr 2014 erfolgreich abzuschließenden Lizenzvereinbarung.

Auch bei der Technologieplattform Double-Switch, die die Messung von Protein-Protein-Interaktionen ermöglicht, haben bereits konkrete Gespräche mit zwei möglichen Partnern stattgefunden. Die SYGNIS AG erwartet hier eine nicht exklusive Lizenzvereinbarung noch im ersten Halbjahr 2014.

Flankierend hierzu wird die Projektpipeline laufend durch neue Entwicklungen ausgeweitet und gestärkt. Den Schwerpunkt der derzeitigen Entwicklungsaktivitäten stellen, neben der Entwicklung des DNA Reparatur KIT's, die Produkte ProPhi und TransPhect. Adressiert werden sollen die artverwandten Bereiche Proteomik (Entschlüsselung und Kategorisierung aller Proteine im Organismus) und Transfektion (Einbringung fremder DNA in eine Wirtszelle). Weiterhin hält die SYGNIS AG nach weiteren Projekten Ausschau. Denkbar wäre dabei die Zusammenarbeit mit Unternehmen auf dem Gebiet der Molekulardiagnostik und DNA-Tools. Die Identifikation und Entwicklung neuer Projekte ist ein wichtiger Faktor der künftigen Geschäftsentwicklung der SYGNIS AG.

Umsatzprognosen

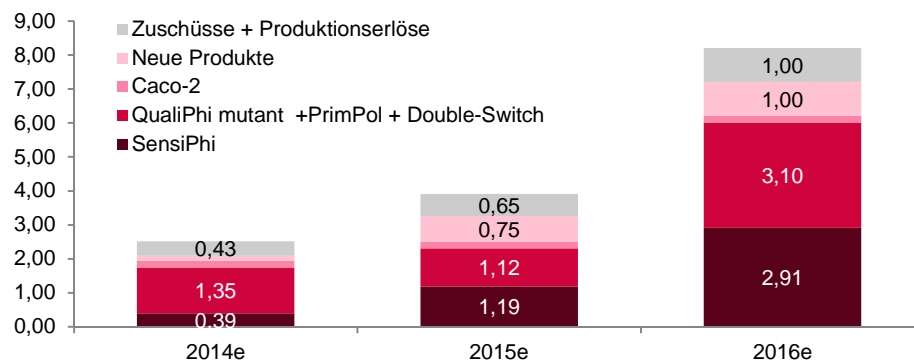
Ein entscheidender Faktor unserer Umsatzprognosen sind die Erwartungen hinsichtlich der Auslizenzierung beziehungsweise des Vermarktungszeitpunkts der einzelnen SYGNIS-Projekte. Folgende Annahmen liegen unseren Umsatzprognosen zugrunde:

Projekt	Lizenzierung	Vermarktung
SensiPhi®	bereits erfolgt	1. HJ 2014
PrimPol	1. HJ 2014	1. HJ 2015
Novel QualiPhi® mutants	1./2. HJ 2014	1. HJ 2015
Double-Switch	1./2. HJ 2014	1. HJ 2015
Neue Projekte	2. HJ 2014	1. HJ 2015

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Diese Annahmen spiegeln die Unternehmenserwartungen, noch im laufenden Geschäftsjahr 2014 weitere Auslizenzierungen realisieren zu können, wider. Die vielversprechendsten Projekte sind hierbei PrimPol, Novel QualiPhi® mutants und Double-Switch. Die hieraus zu realisierenden Front-Up-Fees werden in erster Linie von den erwarteten Vermarktungsumsätzen (Lizenz Erlöse vom Vermarktungspartner Qiagen) von SensiPhi® flankiert.

Umsatzprognosen nach Produktgruppen



Quelle: GBC AG

Darüber hinaus berücksichtigen unsere Prognosen Umsatzerlöse aus den Caco-2 Lizenzrechten (0,20 Mio. €) sowie in geringem Umfang Produktionserlöse und die Einnahme weiterer Fördermittel.

Dabei wird es ersichtlich, dass wir in unseren Umsatzplanungen für das laufende Geschäftsjahr 2014 eine Dominanz der derzeit noch nicht auslizenzieren Produkte sehen. Hier liegt die Annahme zugrunde, wonach die so genannten Front-Up-Fees im Rahmen der erwarteten Auslizenzierung höher liegen dürften, als die Vermarktungsumsätze von SensiPhi®. Die erwarteten Gesamtumsätze liegen im Geschäftsjahr 2014 bei 2,52 Mio. € und damit im Bereich der Unternehmens-Guidance (2,0 Mio. € - 2,5 Mio. €). Unsere bisherigen Umsatzprognosen für 2014 (siehe Researchstudie vom 04.07.2013) lagen mit 4,13 Mio. € zwar deutlich höher, diesen lag allerdings ein früher erwarteter Vermarktungsstart von SensiPhi® zugrunde. In den kommenden Geschäftsjahren sollten erwartungsgemäß die umsatzabhängigen Lizenzerträge stark an Bedeutung gewinnen. Flankiert durch neue und zeitnah entwickelte Projekte rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 3,91 Mio. € (GJ 2015e) und 8,21 Mio. € (GJ2016e).

Ergebnisprognosen

Die weiterhin schlanke Organisationsstruktur der SYGNIS AG spielt bei unseren Ergebnisprognosen, neben dem Umstand, wonach die vertriebenen Produkte eine hohe Rentabilität aufweisen, eine wichtige Rolle. Unserer Ansicht nach sind weder hohe Investitionen noch umfangreiche organisatorische Anpassungen notwendig, um höhere Umsatzniveaus zu erzielen. Dementsprechend dürften hohe Skalierungseffekte zum Tragen kommen. Zugleich handelt es sich bei den Produkten der SYGNIS AG um proprietäre und durch Patente geschützte Technologien, die mit einem vergleichsweise geringen Herstellungsaufwand und damit hohen Rohertragsmargen einhergehen. Auf EBIT-Ebene ist gemäß unseren Erwartungen bereits ab einem Umsatzniveau in Höhe von 3,91 Mio. € (GJ 2015e) der Break-Even realistisch. Steigende Umsätze dürften vor dem Hintergrund stärkerer Skaleneffekte mit einer überproportionalen EBIT-Entwicklung einhergehen. Dies haben wir in unseren Ergebnisprognosen berücksichtigt:

EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die deutliche Entspannung der Liquiditätssituation zum 31.12.13 (Liquiditätsbestand: 2,20 Mio. €) ist zudem als ein hoher Sicherheitsfaktor zu werten. Bei etwaigen Liquiditätseingpässen hat die SYGNIS AG verschiedene Möglichkeiten diese zu beheben. So kann etwa im Rahmen eines SEDA-Vertrages (Standby Equity Distribution Agreement) kurzfristig Eigenkapital aufgenommen werden. Im laufenden Geschäftsjahr 2014 wurde vor dem Hintergrund der attraktiven Kursniveaus die SEDA-Möglichkeit bereits genutzt und frisches Eigenkapital in Höhe von 0,60 Mio. € aufgenommen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SYGNIS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 65,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 27,0 % 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 SYGNIS 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 1,76.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,70 % (bisher: 11,70 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,74 % (bisher: 10,74 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,74 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 6,00 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 4,35 € nach oben hin angepasst. Ursächlich für diese Anpassung ist die erstmalige Hereinnahme des Geschäftsjahres 2016 in die konkrete Schätzphase, wodurch sich für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells eine höhere Basis ergibt.

DCF-MODELL

SYGNIS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	65,0%	ewige EBITA - Marge	63,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,7%	effektive Steuerquote im Endwert	27,0%
Working Capital zu Umsatz	4,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	2,52	3,91	8,22	9,45	10,86	12,48	14,35	16,49	
US Veränderung	422,1%	55,2%	110,4%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,01	1,30	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	2,57	
EBITDA	-1,05	0,18	4,30	6,14	7,06	8,11	9,33	10,72	
EBITDA-Marge	-41,6%	4,6%	52,3%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	
EBITA	-1,17	0,03	4,15	5,99	6,88	7,91	9,10	10,46	
EBITA-Marge	-46,6%	0,8%	50,5%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,4%	63,3%
Steuern auf EBITA	0,35	-0,01	0,00	-0,90	-1,86	-2,14	-2,46	-2,82	
zu EBITA	30,0%	30,0%	0,0%	15,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
EBI (NOPLAT)	-0,82	0,02	4,15	5,09	5,03	5,78	6,64	7,63	
Kapitalrendite	696,1%	0,9%	129,6%	146,3%	123,3%	123,3%	123,3%	123,3%	110,3%
Working Capital (WC)	-0,20	0,20	0,28	0,40	0,46	0,52	0,60	0,69	
WC zu Umsatz	-7,9%	5,1%	3,4%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in WC	-1,74	-0,40	-0,08	-0,12	-0,06	-0,07	-0,08	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,50	3,00	3,20	3,68	4,23	4,86	5,59	6,42	
AFA auf OAV	-0,13	-0,15	-0,15	-0,15	-0,17	-0,20	-0,23	-0,26	
AFA zu OAV	5,0%	5,0%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
Investitionen in OAV	-0,81	-0,65	-0,35	-0,63	-0,72	-0,83	-0,96	-1,10	
Investiertes Kapital	2,30	3,20	3,48	4,08	4,68	5,38	6,19	7,11	
EBITDA	-1,05	0,18	4,30	6,14	7,06	8,11	9,33	10,72	
Steuern auf EBITA	0,35	-0,01	0,00	-0,90	-1,86	-2,14	-2,46	-2,82	
Investitionen gesamt	-2,54	-1,05	-0,43	-0,75	-0,78	-0,90	-1,03	-1,19	
Investitionen in OAV	-0,81	-0,65	-0,35	-0,63	-0,72	-0,83	-0,96	-1,10	
Investitionen in WC	-1,74	-0,40	-0,08	-0,12	-0,06	-0,07	-0,08	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,24	-0,88	3,87	4,50	4,42	5,08	5,84	6,71	98,71

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	66,45	74,46
Barwert expliziter FCFs	18,11	20,93
Barwert des Continuing Value	48,34	53,53
Nettoschulden (Net debt)	2,67	3,64
Wert des Eigenkapitals	63,78	70,82
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	63,78	70,82
Ausstehende Aktien in Mio.	10,63	10,63
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,00	6,66

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,76
Eigenkapitalkosten	11,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,7%

Kapitalrendite	WACC				
	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%
108,3%	6,91	6,38	5,92	5,51	5,16
109,3%	6,97	6,42	5,96	5,55	5,20
110,3%	7,02	6,47	6,00	5,59	5,23
111,3%	7,07	6,52	6,04	5,63	5,27
112,3%	7,12	6,56	6,09	5,67	5,30

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. 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/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: (4;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 Interessenskonflikte 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

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 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