



Researchstudie (Update)

Syzygy AG



**„Prognoseanhebung nach hervorragendem ersten Halbjahr;
Weiteres Wachstum in Sicht“**

Kursziel: 6,60 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

Syzygy AG*⁵

Kaufen

Kursziel: 6,60

aktueller Kurs: 5,94

4.8.2014 / ETR / 11:00 Uhr

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl³: 12,828

Marketcap³: 76,19

EnterpriseValue³: 49,15

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 62,9 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Medien

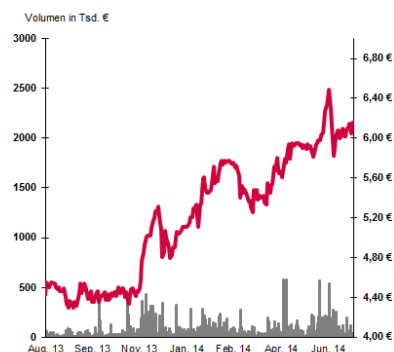
Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 420 Stand: 30.6.2014

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, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 420 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 wurden Hi-ReS! Berlin GmbH und Hi-ReS! New York Inc. gegründet. Zudem wird eine 70%ige Beteiligung am polnischen Designstudio Ars Thanea gehalten. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören unter anderen AVIS, Daimler, o2, Deutsche Telekom, Mazda, Deutsche Bank, Jägermeister, comdirect, Continental, KfW Bankengruppe, BMW etc.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	31,12	35,03	43,79	47,29
EBITDA	2,83	2,78	4,71	5,47
EBIT	2,12	2,02	3,79	4,56
Jahresüberschuss	9,33	3,34	4,37	4,53

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,73	0,26	0,34	0,35
Dividende je Aktie	0,25	0,28	0,30	0,32

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,58	1,40	1,12	1,04
EV/EBITDA	17,37	17,68	10,43	8,99
EV/EBIT	23,18	24,33	12,97	10,78
KGV	8,17	22,81	17,44	16,82
KBV		1,57		

Finanztermine

10.09.2014: 4. ZKK Zürich

31.10.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

24.11.2014: EKF Frankfurt

09.12.2014: 18. MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 6,10 / HALTEN

8.5.2014: RS / 6,10 / HALTEN

7.4.2014: RS / 6,10 / KAUFEN

7.11.2013: RS / 5,30 / KAUFEN

7.8.2013: RS / 5,15 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

EXECUTIVE SUMMARY

- Nachdem bereits im ersten Quartal 2014 neue Rekordwerte erzielt wurden, hat die Szyzygy-Gruppe ein ähnlich starkes zweites Quartal präsentiert. Insgesamt erwirtschaftete die Gesellschaft im ersten Halbjahr 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 22,57 Mio. € (VJ: 16,93 Mio. €) und erzielte somit einen neuen historischen Bestwert.
- Besonders dynamisch war die Entwicklung der UK-Konzerngesellschaften, die insbesondere infolge der Ausweitung der Geschäftsbeziehungen mit dem Kunden Mazda ein Umsatzwachstum auf 7,85 Mio. € (VJ: 5,16 Mio. €) erzielt haben. Flankierend hierzu präsentierten sich die deutschen Konzerngesellschaften mit Umsätzen in Höhe von 13,15 Mio. € (VJ: 11,82 Mio. €) ebenfalls wachstumsstark. Einen wesentlichen Beitrag hierzu leistete die im Jahr 2012 gegründete Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH, die weitere Budgets beim Großkunden BMW gewinnen konnte. Die polnische Konzerngesellschaft Ars Thanea und die in New York ansässige Hi-ReS! New York steuerten darüber hinaus erstmalig Umsätze in Höhe von 2,29 Mio. € bei.
- Besonders erfolgreich verlief im ersten Halbjahr 2014 die Entwicklung des EBIT, mit einem deutlichen Anstieg in Höhe von +53,5 % auf 2,04 Mio. € (VJ: 1,33 Mio. €), was einer Verbesserung der EBIT-Marge auf 9,0 % (VJ: 7,8 %) gleichkommt. Analog zur Umsatzentwicklung zeichnen alle Segmente hierfür verantwortlich.
- Die Szyzygy AG hat die starke Entwicklung des ersten Halbjahres 2014 zum Anlass genommen, eine Prognoseanhebung vorzunehmen. Es werden nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 42,5 Mio. € (bisher: 40,0 Mio. €) und ein überproportionaler EBIT-Anstieg auf 3,5 Mio. € (bisher: 3,2 Mio. €) in Aussicht gestellt. Auch wir haben unsere Prognosen angesichts der guten Vorgabe der ersten beiden Quartale nach oben hin angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 43,79 Mio. € (bisher: 41,16 Mio. €) und erachten ein EBIT in Höhe von 3,79 Mio. € (bisher: 3,58 Mio. €) als realistisch. Folglich stufen wir die Unternehmens-Guidance als weiterhin konservativ ein. Aufgrund der höheren Basis der 2014er Prognosen rechnen wir für das kommende Geschäftsjahr 2015 mit Umsatzerlösen in Höhe von 47,29 Mio. € (bisher: 45,28 Mio. €) und mit einem EBIT in Höhe von 4,56 Mio. € (bisher: 4,33 Mio. €).
- Die Prognoseanpassung ergibt im Rahmen des DCF-Modells ein 2015er Kursziel von 6,60 € je Szyzygy-Aktie. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,10 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung beruht einerseits auf der Anhebung der Prognosen, womit sich für die Stetigkeitsphase eine höhere Grundlage ergibt. Auf der anderen Seite zeichnet ein Roll-Over-Effekt (Neue Kurszielbasis: Ende GJ 2015; bisher: Ende GJ 2014) für die Anhebung des fairen Wertes verantwortlich. Auf Basis der aktuellen Kursniveaus heben wir das Rating von zuvor HALTEN auf KAUFEN an. Unterstützt wird die Neueinstufung von einer unverändert hohen Dividendenrendite (erwartet: 5,0 %) und einer hervorragenden Finanzausstattung der Gesellschaft (Liquide Mittel je Aktie: 1,89 €).

INHALTSVERZEICHNIS

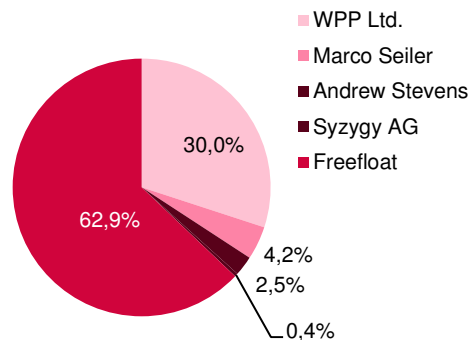
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014	5
Umsatzentwicklung 1. HJ 2014	5
Ergebnisentwicklung 1. HJ 2014	6
Bilanzielle Situation zum 30.06.2014	8
Prognosen und Modellannahmen	9
Bewertung	10
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

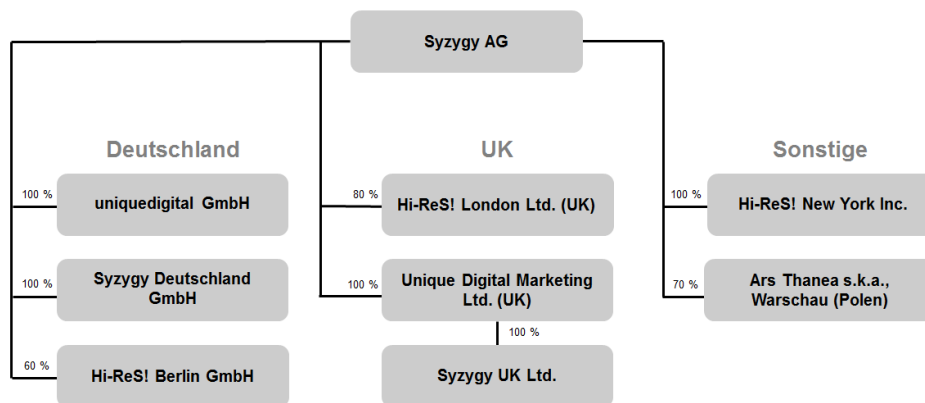
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
WPP Gruppe	30,0 %
Marco Seiler	4,2 %
Andy Stevens	2,5 %
Eigenbesitz (Syzygy AG)	0,4 %
Freefloat	62,9 %

Quelle: Syzygy AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Referenzkunden

Die Syzygy-Gruppe verfügt über einen namhaften, branchenübergreifenden Kundentamm. Zu den wichtigsten Kunden zählen:



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1. HJ 2014

in Mio. €	1.HJ 2013	Δ in %	1.HJ 2014
Umsatzerlöse	16,93	+33,3%	22,57
davon in Deutschland	11,82	+11,2%	13,15
davon in UK	5,16	+52,2%	7,85
davon Sonstige	-	-	2,29
EBITDA	1,68	+51,7%	2,55
EBITDA-Marge	9,9%	+1,4 Pp.	11,3%
EBIT	1,33	+53,5%	2,04
EBIT-Marge	7,8%	+1,2 Pp.	9,0%
Jahresüberschuss	1,60	+57,7%	2,52
EPS in €	0,12	+57,7%	0,20

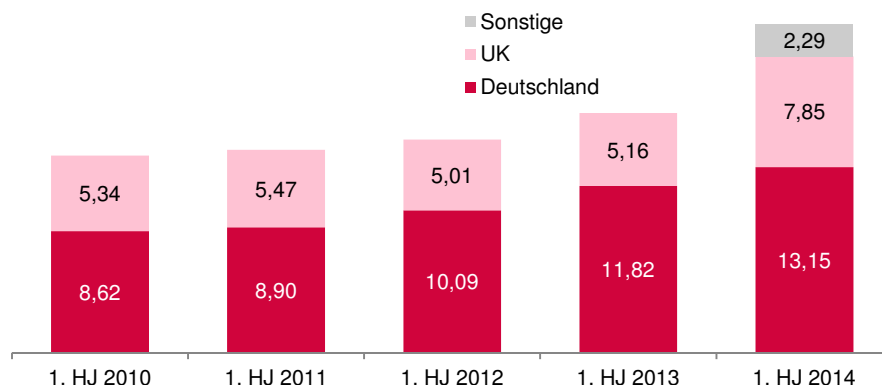
Quelle: Szyzyg AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1. HJ 2014

Der außerordentlich gute Jahresstart fand seine Fortsetzung im zweiten Quartal 2014, so dass die Szyzyg-Gruppe in den ersten sechs Monaten 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von 22,57 Mio. € (VJ: 16,93 Mio. €) einen neuen historischen Bestwert erzielt hat. Einen besonderen Beitrag hierzu leisteten erneut die Tochtergesellschaften des Segments „UK“, mit einem signifikanten Umsatzwachstum in Höhe von +52,2 % auf 7,85 Mio. € (VJ: 5,16 Mio. €). Die Ausweitung der Tätigkeit für den wichtigen Kunden Mazda auf weitere Regionen wie Australien, Taiwan, Thailand und Südafrika ist wesentlich für den Umsatzanstieg der UK-Tochtergesellschaft verantwortlich. Nach der mehrere Geschäftsjahre andauernden Umsatzschwäche ist in diesem Segment die Rückkehr zum Wachstum gelungen.

Auch das gewohnt umsatzstarke Segment „Deutschland“ leistete mit einem Umsatzanstieg um +11,2 % auf 13,15 Mio. € (VJ: 11,82 Mio. €) einen Beitrag zum Konzernwachstum. Neben dem Ausbau des Geschäftes mit Bestandskunden zeichnet insbesondere die Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH für das Umsatzwachstum verantwortlich. Hier konnten weitere Budgets beim Großkunden BMW gewonnen werden.

Segmentaufteilung der Szyzyg-Umsätze (in Mio. €)



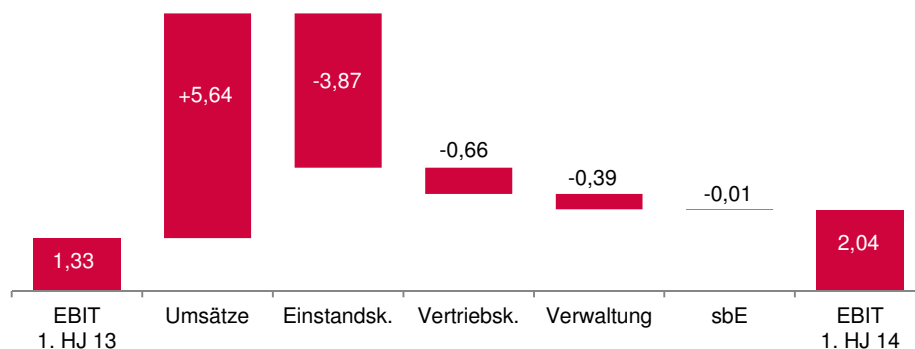
Quelle: Szyzyg AG; GBC AG

Im laufenden Geschäftsjahr 2014 stellt die Szyzyg-Gruppe zudem erstmalig Umsätze im Rahmen des Segments „Sonstige“ dar. Hier finden sich die beiden Konzerngesellschaften Hi-ReS! New York Inc. und die im ersten Quartal 2014 mehrheitlich erworbene Ars Thanea s.k.a. wieder, welche zusammen Umsatzerlöse in Höhe von 2,29 Mio. € erwirtschaftet haben. Der wichtigste Kunde in diesem Bereich ist AVIS, welcher nun auch auf dem nordamerikanischen Markt von der Szyzyg-Gruppe betreut wird.

Ergebnisentwicklung 1. HJ 2014

Die hohe Umsatzdynamik der ersten sechs Monate 2014 wird von einer überproportionalen operativen Ergebnisentwicklung begleitet, mit einem EBIT-Anstieg in Höhe von +53,5 % auf 2,04 Mio. € (VJ: 1,33 Mio. €). Die auf den Umsatz bezogene EBIT-Marge verbesserte sich demzufolge deutlich auf 9,0 % (VJ: 7,8 %).

EBIT-Brücke (in Mio. €)

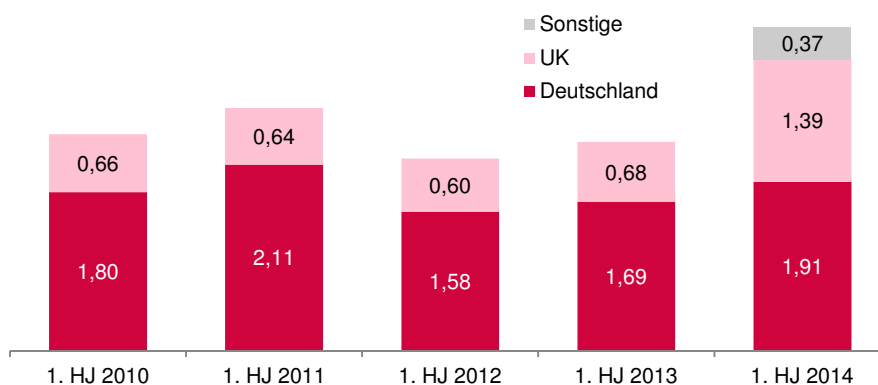


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Dabei wird deutlich, dass die Syzygy-Gruppe zwar einen allgemeinen Kostenanstieg zu verzeichnen hatte, dieser wurde jedoch von den höheren Umsätzen überkompensiert. Der signifikanteste Kostenanstieg fand, bedingt durch den Umsatzanstieg, bei den Einstandskosten der erbrachten Leistungen auf 16,00 Mio. € (VJ: 12,13 Mio. €), statt. Darüber hinaus verzeichnete die Syzygy-Gruppe eine Erhöhung der Vertriebs- und Marketingaufwendungen, welche insbesondere auf Promotionsmaßnahmen bei Ars Thanea sowie auf Aufwendungen zur Durchführung des Digital Innovation Day, zurückzuführen ist.

Der EBIT-Anstieg wurde, parallel zur Umsatzentwicklung, von allen Segmenten getragen, wobei sich das UK-Segment mit einer Verdoppelung des EBIT auf 1,39 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €) auch auf Ergebnisebene sehr dynamisch präsentiert hat. Neben dem Basis-effekt ist dieser signifikante Anstieg unter anderem auf die Ausweitung der Kundenbeziehungen mit dem bestehenden Kunden Mazda zurückzuführen (geringere Kosten für die Neukundengewinnung).

Segmentaufteilung des EBIT (in Mio. €)

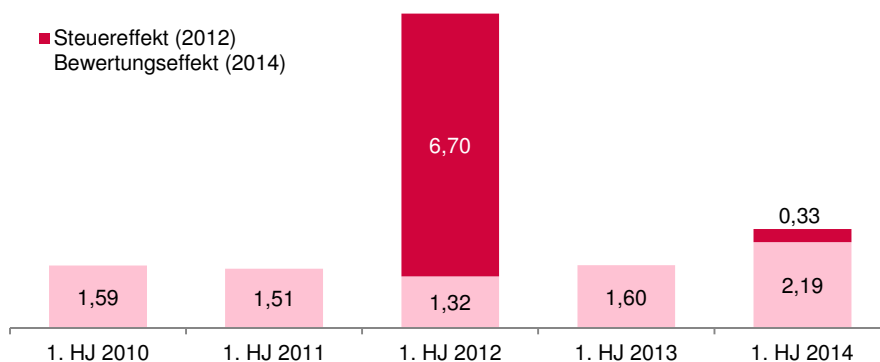


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Bei einer nahezu unveränderten EBIT-Marge von 14,6 % (VJ: 14,3 %) erhöhte sich das operative Ergebnis in Deutschland parallel zur Umsatzausweitung. Positiv anzumerken ist an dieser Stelle die bereits erreichte hohe Profitabilität des Segments „Sonstige“. Mit einem erstmaligen EBIT in Höhe von 0,37 Mio. € wurde eine EBIT-Marge von 16,1 % erreicht.

Das Nachsteuerergebnis der abgelaufenen Berichtsperiode beläuft sich auf 2,52 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €) und weist mit einem Anstieg in Höhe von +57,7 %, im Vergleich zum EBIT, eine noch höhere Dynamik auf. Hier gilt es jedoch zwei Sondereffekte zu eliminieren, welche in Summe einen positiven Ergebnisbeitrag geleistet haben. Durch eine im Zusammenhang mit dem mehrheitlichen Erwerb (70 %; zuvor: 26 %) von Ars Thanea vorgenommene Neubewertung der Altanteile, wurde ein ergebniswirksamer Effekt in Höhe von 0,65 Mio. € verbucht. Darüber hinaus wurde im zweiten Quartal die nicht operative Tochtergesellschaft Mediopoly Ltd. liquidiert und hieraus wurden Währungsverluste in Höhe von -0,32 Mio. € erfolgswirksam berücksichtigt. Die zuvor erfolgsneutral im Eigenkapital erfassten Währungsunterschiede waren durch Währungskursveränderungen zwischen dem Britischen Pfund gegenüber der Deutschen Mark und dem Euro vom Jahr 2000 bis zum 19.05.2014 entstanden. In Summe belaufen sich die ergebniserhöhenden Sondereffekte folglich auf 0,33 Mio. €. Bereinigt hätte die Syzygy-Gruppe ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,19 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €) erreicht, was immer noch einer deutlichen Verbesserung in Höhe von +36,9 % gleichkommt.

Bereinigte Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Neben dem operativen Ergebnis leistete erwartungsgemäß das Finanzergebnis mit 1,16 Mio. € (VJ: 0,80 Mio. €) erneut einen wichtigen Beitrag zum Periodenüberschuss. Bezogen auf den durchschnittlichen Finanzmittelbestand bedeutet dies eine Verbesserung der Rendite auf 9,0 % (VJ: 7,0 %). Gemäß Unternehmensangaben wurde dieser Ertrag vornehmlich durch die Anlage in bonitätsstarke Unternehmensanleihen (Zeichnungsgewinne und Zinserträge) erzielt.

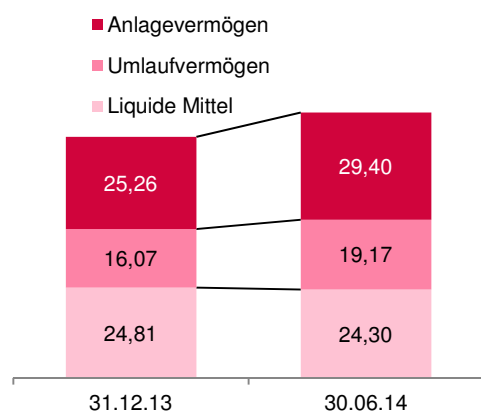
Bilanzielle Situation zum 30.06.2014

in Mio. €	30.06.2013	31.12.2013	30.06.2014
Eigenkapital	46,74	48,92	49,47
EK-Quote (in %)	78,2%	74,0%	67,9%
Operatives Anlagevermögen	2,90	2,66	3,47
Working Capital	1,77	1,19	-0,25
Finanzvermögen (netto)	22,97	25,81	23,13

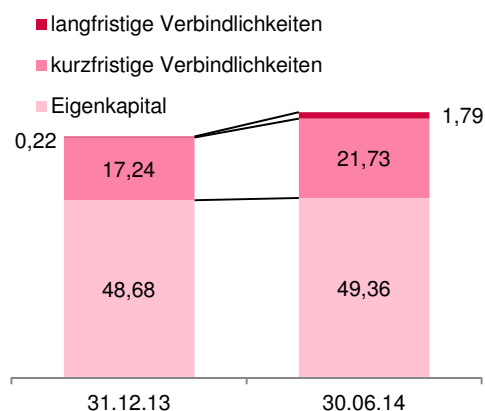
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Angesichts des positiven Periodenergebnisses kletterte das um die Dividendenzahlung (3,58 Mio. €) gekürzte Eigenkapital auf 49,47 Mio. € (31.12.13: 48,92 Mio. €). Dennoch minderte sich die EK-Quote von 74,0 % (31.12.13) auf einen weiterhin soliden Wert von 67,9 % (30.06.14). Die hierfür verantwortliche Bilanzverlängerung stellt sich folgendermaßen dar:

Aktiva (in Mio. €)



Passiva (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der im ersten Quartal 2014 mehrheitliche Erwerb der polnischen Tochtergesellschaft Ars Thanea und die darauffolgend vorgenommene Vollkonsolidierung zeichnet hauptsächlich für den Anstieg des Anlagevermögens auf 29,40 Mio. € (31.12.13: 25,26 Mio. €) verantwortlich. Dem Anstieg des Umlaufvermögens auf 19,17 Mio. € (31.12.13: 16,07 Mio. €) steht dabei ein überproportionaler Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten auf 21,73 Mio. € (31.12.13: 17,24 Mio. €) gegenüber. Folglich hat sich das Nettoumlaufvermögen (Working Capital) auf -0,25 Mio. € (31.12.13: 1,19 Mio. €) reduziert.

Als Folge der Working Capital-Minderung haben sich die gebundenen Mittel reduziert, ein Umstand, welcher anhand des operativen Cashflows sichtbar wird. Dabei lag der operative Cashflow mit 3,80 Mio. € (VJ: -1,05 Mio. €) deutlich oberhalb des EBIT und folglich die Cash-Conversion-Rate bei 1,9 (VJ: -0,8).

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e		GJ 2015e	
		(alt)	(neu)	(alt)	(neu)
Umsatzerlöse	35,03	41,16	43,79	45,28	47,29
EBITDA	2,78	4,50	4,71	5,24	5,47
EBITDA-Marge	7,9%	10,9%	10,8%	11,6%	11,6%
EBIT	2,02	3,58	3,79	4,33	4,56
EBIT-Marge	5,8%	8,7%	8,7%	9,6%	9,6%
Jahresüberschuss	3,34	3,92	4,37	4,36	4,53
EPS in €	0,26	0,31	0,34	0,34	0,35

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die Syzygy-Gruppe hat die erfolgreiche Entwicklung des ersten Halbjahres 2014 zum Anlass genommen, eine Prognoseanhebung für das laufende Geschäftsjahr vorzunehmen. Es werden nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 42,5 Mio. € (bisher: 40,0 Mio. €) und ein überproportionaler EBIT-Anstieg auf 3,5 Mio. € (bisher: 3,2 Mio. €) in Aussicht gestellt.

Wir haben die nun positiveren Erwartungen der Gesellschaft zum Anlass genommen und unsere Prognosen ebenfalls angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr 2014 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 43,79 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 41,16 Mio. €) und erwarten somit ein Übertreffen der Unternehmens-Guidance. Diese Erwartung basiert auf das zum Halbjahr 2014 bereits erreichte Umsatzvolumen in Höhe von 22,57 Mio. €, welches unseres Erachtens nach, in ähnlicher Höhe, auch im zweiten Halbjahr 2014 erzielt werden dürfte. Die UK-Gesellschaften dürften weiterhin von der Ausweitung der Kundenbeziehungen mit Mazda auf weitere internationale Märkte profitieren. Gemäß Unternehmensangaben gibt es diesbezüglich konkrete Planungen für das zweite Halbjahr 2014. Darüber hinaus dürften die deutschen Gesellschaften das zum Halbjahr erreichte Umsatzniveau beibehalten.

Auf Grundlage der angehobenen Prognosen für 2014 rechnen wir für das kommende Geschäftsjahr 2015 mit weiteren Umsatzsteigerungen auf 47,29 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 45,28 Mio. €). Über alle Gesellschaften hinweg dürfte im kommenden Geschäftsjahr die Neukundengewinnung wieder stärker im Fokus sein, wenngleich die Ausweitung der Beziehungen mit den bestehenden Kunden ebenfalls fortgesetzt werden dürfte.

Auch auf EBIT-Ebene übertreffen unsere Erwartungen die Unternehmens-Guidance, welche wir folglich weiterhin als konservativ erachten. Ein von uns erwartetes EBIT in Höhe von 3,79 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 3,58 Mio. €) berücksichtigt dabei eine leichte Rentabilitätsverschlechterung im zweiten Halbjahr 2014, die unserer Ansicht nach in erster Linie die UK-Gesellschaften betreffen dürfte. Das erste Quartal 2014 war für diese Töchter ein Ausnahmequartal, welches sich im zweiten Halbjahr 2014 erwartungsgemäß nicht wiederholen wird.

Tendenziell rechnen wir jedoch mit einer kontinuierlichen Rentabilitätsverbesserung (Ziel-EBIT-Marge liegt im zweistelligen Prozentbereich). Folglich rechnen wir im kommenden Geschäftsjahr 2015 mit einem EBIT in Höhe von 4,56 Mio. € (GBC-Prognose bisher: 4,33 Mio. €), was einer EBIT-Marge in Höhe von 9,6 % (GBC-Prognose bisher: 9,6 %) entspricht.

Das laufende Geschäftsjahr wird darüber hinaus von bewertungstechnischen Sondereffekten von insgesamt 0,33 Mio. € positiv geprägt sein, was einen überproportionalen Anstieg des Nachsteuerergebnisses bedeutet.

Bewertung

Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 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 12,1 % angenommen. Die Konzernsteuerquote haben wir unter Berücksichtigung niedrigerer Steuersätze in Großbritannien und Polen mit 26,0 % 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-Gruppe 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 2015 entspricht als **Kursziel 6,60 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,10 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung beruht einerseits auf der beschriebenen Anhebung der konkreten Prognosen, womit sich für die Stetigkeitsphase eine höhere Basis ergibt. Auf der anderen Seite zeichnet sich ein Roll-Over-Effekt (Neue Kurszielbasis: Ende GJ 2015; bisher: Ende GJ 2014) für die Anhebung des fairen Wertes verantwortlich.

DCF-Modell

Szygy 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	12,1%	ewige EBITA - Marge	11,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	0,7%		

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)	43,79	47,29	49,20	51,19	53,26	55,41	57,65	59,98		
US Veränderung	25,0%	8,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%		2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	13,68	16,89	16,89	16,89	16,89	16,89	16,89	16,89		
EBITDA	4,71	5,47	5,97	6,21	6,47	6,73	7,00	7,28		
EBITDA-Marge	10,8%	11,6%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%		
EBITA	3,79	4,56	5,36	5,57	5,80	6,03	6,28	6,53		11,5%
EBITA-Marge	8,7%	9,6%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%	10,9%		
Steuern auf EBITA zu EBITA	-1,04	-1,19	-1,39	-1,45	-1,51	-1,57	-1,63	-1,70		
EBI (NOPLAT)	2,76	3,38	3,96	4,12	4,29	4,46	4,64	4,83		26,0%
Kapitalrendite	71,7%	99,3%	124,7%	126,6%	126,6%	126,6%	126,6%	126,6%		131,8%
Working Capital (WC)	0,20	0,38	0,34	0,36	0,37	0,39	0,40	0,42		
WC zu Umsatz	0,5%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%		
Investitionen in WC	0,99	-0,18	0,04	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,20	2,80	2,91	3,03	3,15	3,28	3,41	3,55		
AFA auf OAV	-0,92	-0,91	-0,62	-0,64	-0,67	-0,69	-0,72	-0,75		
AFA zu OAV	28,8%	32,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%		
Investitionen in OAV	-1,46	-0,51	-0,73	-0,76	-0,79	-0,82	-0,85	-0,89		
Investiertes Kapital	3,40	3,18	3,26	3,39	3,53	3,67	3,82	3,97		
EBITDA	4,71	5,47	5,97	6,21	6,47	6,73	7,00	7,28		
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,19	-1,39	-1,45	-1,51	-1,57	-1,63	-1,70		
Investitionen gesamt	-0,48	-0,69	-0,69	-0,77	-0,80	-0,84	-0,87	-0,91		
Investitionen in OAV	-1,46	-0,51	-0,73	-0,76	-0,79	-0,82	-0,85	-0,89		
Investitionen in WC	0,99	-0,18	0,04	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	3,20	3,60	3,89	3,99	4,15	4,32	4,50	4,68		65,46

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	52,56	54,40
Barwert expliziter FCFs	19,70	18,15
Barwert des Continuing Value	32,85	36,25
Nettofinanzvermögen	28,11	29,62
Wert des Eigenkapitals	80,67	84,02
Fremde Gewinnanteile	0,25	0,26
Wert des Aktienkapitals	80,92	84,29
Ausstehende Aktien in Mio.	12,78	12,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,33	6,60

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%

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
130,3%	7,15	6,84	6,56	6,32	6,12
131,1%	7,17	6,86	6,58	6,34	6,13
131,8%	7,19	6,87	6,60	6,35	6,14
132,6%	7,21	6,89	6,61	6,37	6,16
133,3%	7,23	6,91	6,63	6,38	6,17

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: (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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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

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