GBC AG
Investment Research

Researchstudie (Update)

SYGNIS AG

SYGNIS

„Mit TruePrime™ vom Technologie- zum Produktionsunternehmen; Kapitalerhöhung dient der Finanzierung des Wachstums“

Kursziel: 4,05 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13

Fertigstellung: 18.11.2014 **Erstveröffentlichung: 19.11.2014**

SYGNIS AG[*4;5]

Kaufen
Kursziel: 4,05

aktueller Kurs: 2,64
17.11.2014 / ETR /17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: LIO1
Aktienanzahl[3]: 10,728
Marketcap[3]: 28,34
EnterpriseValue[3]: 28,21
[3] in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 19,0 %

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

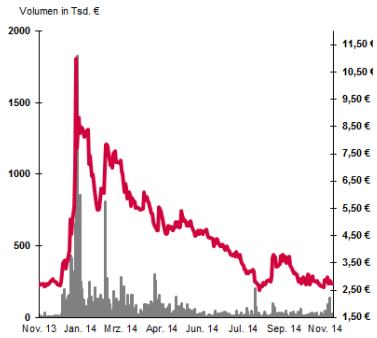
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von DNA-Technologien

Mitarbeiter: 20 Stand: 30.09.2014

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 eines der Hauptprodukte „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. Flankierend hierzu steht die Vermarktung von PrimPol im Rahmen einer eigenen Produktlinie TruePrime™ kurz bevor. Im Rahmen der Eigenvermarktungsstrategie befindet sich die SYGNIS zusätzlich in Gesprächen mit internationalen Partnern über den Abschluss von OEM-Vereinbarungen. Komplettiert wird die Produktpalette der Gesellschaft durch weitere Technologien wie z.B. eine Reverse Transkriptase, die ebenfalls zu eigenen Produkten entwickelt und vermarktet werden sollen. Auch bei der DoubleSwitch-Technologie, womit Protein-Protein-Interaktionen gemessen werden können, wurde bereits ein Teil der dazugehörigen Patente auslizenziert.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	0,48	0,64	2,06	5,45
EBITDA	-3,40	-2,46	-1,54	1,56
EBIT	-4,28	-2,73	-1,81	1,27
Jahresüberschuss	-3,20	-2,80	-1,62	0,98

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	-0,30	-0,21	-0,12	0,07
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	58,78	44,15	13,70	5,18
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	18,13
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	22,29
KGV	neg.	neg.	neg.	28,86
KBV	4,76			

Finanztermine

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
1.9.2014: RS / 4,60 / KAUFEN
25.8.2014: RS / 4,60 / KAUFEN
29.7.2014: RG / 6,00 / KAUFEN
19.5.2014: RS / 6,00 / KAUFEN
16.4.2014: RS / 6,00 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Das in den ersten neun Monaten 2014 erreichte Umsatzniveau in Höhe von 0,30 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €) ist aufgrund der noch geringen Vermarktungserlöse erwartungsgemäß niedrig ausgefallen. Im dritten Quartal 2014 wurde mit 0,14 Mio. € (VJ: 0,08 Mio. €) der überwiegende Anteil der Umsatzerlöse erzielt, was ein Indiz eines tendenziellen Anstiegs des Umsatzniveaus ist. Weiterhin ist jedoch die im Fokus stehende Vermarktung von SensiPhi® noch unter den Erwartungen ausgefallen.

- Bei demnach nahezu unveränderten Umsätzen konnte das EBIT gegenüber dem Vorjahr auf -2,27 Mio. € (VJ: -2,83 Mio. €) verbessert werden. Dies ist hauptsächlich auf die im Geschäftsjahr 2013 implementierten und abgeschlossenen Kosteneinsparmaßnahmen zurückzuführen (insbesondere Personalbereich), wodurch das Break-Even-Umsatzniveau auf ca. 3,5 Mio. € reduziert worden ist.

- Von wesentlicher Bedeutung für die SYGNIS AG ist in der aktuellen Phase die Liquiditätsausstattung, verbunden mit der entsprechenden Reichweite. In den ersten neun Monaten lag der Cash-Burn bei insgesamt -2,92 Mio. € (VJ: -2,26 Mio. €). Ein Teil des Finanzmittelbedarfes konnte dabei über Kapitalerhöhungen im Rahmen einer SEDA-Vereinbarung in Höhe von 1,19 Mio. € abgedeckt werden. Dennoch reduzierte sich das Liquiditätsbestand zum 30.09.2014 auf 0,36 Mio. € (31.12.2013: 2,20 Mio. €). Die beschlossene Bezugsrechtskapitalerhöhung, mit einem erwarteten Bruttoemissionserlös in Höhe von bis zu 4,95 Mio. € soll den Liquiditätspuffer deutlich erhöhen und die Reichweite bis zur Erzielung des Break-Even verlängern. Des Weiteren soll die Kapitalerhöhung vorrangig der Finanzierung der Produktpipeline sowie der eigenen SYGNIS-Kits dienen.

- Der Fokus der Gesellschaft liegt, neben der Weiterentwicklung und Ausbau der Produktpalette, klar auf der Vermarktung der selbstentwickelten Technologien. Das bereits an Qiagen auslizenzierte SensiPhi®, welches die Grundlage für zwei Amplifizierungs-Kits darstellt, steht ebenso im Vordergrund wie die geplanten Selbstvermarktungsaktivitäten von PrimPol (Produktlinie: TruePrime™). Insbesondere die Eigenvermarktung von PrimPol steht stellvertretend für die neue Vermarktungsstrategie der SYGNIS AG. Damit soll eine geringere Abhängigkeit von den Vermarktungspartnern erreicht werden.

- Für das Geschäftsjahr 2015 rechnen wir infolge einer erwarteten Zunahme der Verkaufserlöse mit Umsätzen in Höhe von 2,06 Mio. € und für 2016 in Höhe von 5,45 Mio. €. Der EBIT-Break-Even dürfte gemäß unseren Planungen im Geschäftsjahr 2016, mit einem prognostizierten EBIT in Höhe von 1,27 Mio. €, erreicht werden. Grundsätzlich sehen wir damit die SYGNIS AG mit ihrem Produktportfolio gut positioniert, um an den hohen Wachstumsraten des NGS-Marktes zu partizipieren.

- **Auf Basis des aktualisierten DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 4,05 € (bisher: 4,60 €) ermittelt. Das Kursziel basiert auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebniserwartungen für die kommenden zwei Geschäftsjahre sowie der unveränderten Langfristprognose. Des Weiteren haben wir die Kapitalerhöhung mit der erhöhten Aktienzahl (Verwässerungseffekt) berücksichtigt und eine Vollplatzierung unterstellt. Bei aktuellen Kursen von 2,64 € je Aktie erneuern wir damit das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

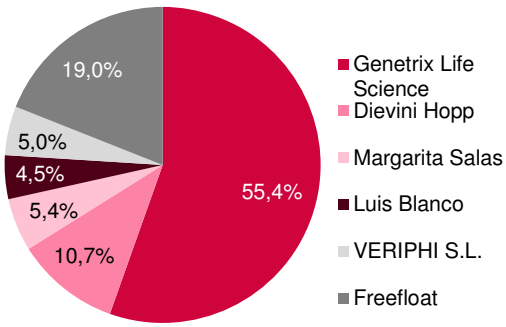
Executive Summary 2
Unternehmen 4
Aktionärsstruktur 4
Produkte und Strategie 4
Verstärkter Fokus auf Eigenvermarktung 5
Geschäftsentwicklung zum 30.09.2014 6
Entwicklung der Liquidität zum 30.09.2014 7
Bilanzielle Situation zum 30.09.14 8
Prognosen und Modellannahmen 9
Umsatzprognosen 9
Ergebnisprognosen 10
Bewertung 11
Modellannahmen 11
Bestimmung der Kapitalkosten 11
Bewertungsergebnis 11
DCF-Modell 12
Anhang 13

UNTERNEHMEN

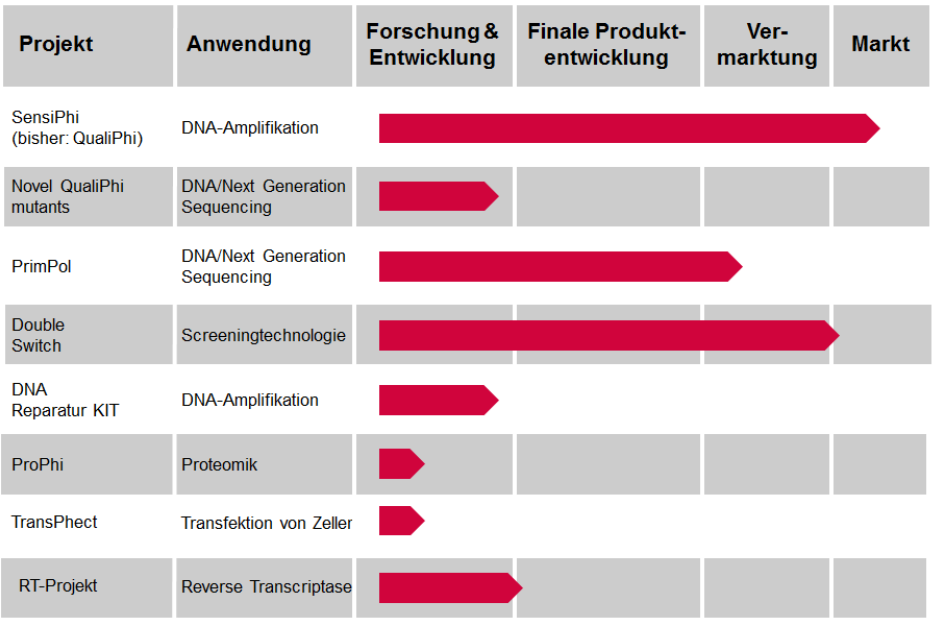
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Genetrix Life Sciences A.B.	55,4
Dievini Hopp Bio Tech Holding GmbH & Co. KG	10,7
Margarita Salas	5,4
Luis Blanco	4,5
VERIPHI S.L.	5,0
Freefloat	**19,0**

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG



Produkte und Strategie



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Als Hersteller biotechnologischer Erzeugnisse mit Fokus auf Polymerasen (Enzyme für den Bereich der Aufbereitung und Analyse genetischer Informationen) verfügt die SYGNIS AG derzeit über mehrere Projekte, welche sich in unterschiedlichen Stadien befinden. Ein wichtiges Kriterium der Projekte in diesem Bereich ist dabei ein schnelles „Time-to-Market“. Für den Markteintritt sind in diesem Bereich, im Gegensatz zur Arzneimittelentwicklung, keine langwierigen klinischen Zulassungen notwendig.

Eines der Hauptprodukte der Gesellschaft, **SensiPhi®**, hat den Markteintritt bereits im Februar 2014 vollzogen. Eine entscheidende Komponente hierfür ist die Auslizenzierung an Qiagen, eines der weltweit führenden Unternehmen für Proben- und Testtechnologien. SensiPhi® stellt dabei die Grundlage für zwei Amplifizierungs-Kits, namentlich REPLI-g WTA Single Cell Kit und REPLI-g Cell WGA & WTA Kit. Diese werden derzeit, auf Grundlage einer Lizenzvereinbarung aus dem Jahr 2012, weltweit vertrieben. Bei dem Enzym SensiPhi® handelt es sich um eine verbesserte Version der bekannten phi-29-DNA-Polymerase und bietet gemäß Unternehmensangaben verbesserte Eigenschaften gegenüber den derzeit am Markt verfügbaren Polymerasen. SensiPhi® ist ein proprietär entwickeltes Enzym, mit dem die DNA-Vervielfältigung aus geringeren Ausgangsmengen, bei einem geringeren Zeitaufwand und einer höheren Effizienz möglich wird.

Mit der von der SYGNIS AG entwickelten und modular aufgebauten **DoubleSwitch**-Technologie, welche für die Identifizierung von Protein-Protein-Wechselwirkungen eingesetzt werden kann, verfügt die Gesellschaft über ein zweites auslizenziertes Produkt. Im April 2014 wurden einige Patente dieser Technologie an das deutsche Unternehmen SYSTASY Bioscience GmbH auslizenziert, im Rahmen dessen bereits kleine Front-Up-Payments erfolgt sind. Weiterhin ist es möglich verbliebene Schutzrechte der DoubleSwitch-Technologie an Pharma- und Biotechnologieunternehmen kurzfristig zu vermarkten.

Neben SensiPhi® hat die Gesellschaft mit **PrimPol** und **Novel QualiPhi® mutants** (Mutanten von QualiPhi®, die speziell an die Bedürfnisse des NGS angepasst werden) noch zwei weitere Projekte im Bereich des NGS (Next Generation Sequencing) in ihrem Portfolio.

Besonders interessant ist das entwickelte Enzym **PrimPol**, welches eine verbesserte Eigenschaft zur Vervielfältigung von beschädigtem oder konserviertem DNA-Material aufweist. Gemäß Unternehmensangaben ist von den führenden Anbietern von NGS-Technologien bereits ein hohes Interesse sichtbar. Darüber hinaus entwickelt SYGNIS im Rahmen einer möglichen Eigenvermarktung von PrimPol mit TruePrime™ eine eigene Produktlinie. Eine Eigenvermarktung ist insofern leicht zu bewerkstelligen, da die Produktion des Enzyms sowie die Herstellung von Endprodukten zum Einsatz im Forschungsbereich mit den vorhandenen Laborkapazitäten keine hohen Investitionen erfordert.

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

Der Entwicklungsschwerpunkt wird gemäß Unternehmensangaben auf dem PrimPol Kit sowie auf weiteren, bereits initiierten Produkten liegen. Mit der 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.

Verstärkter Fokus auf Eigenvermarktung

Aufgrund der Erfahrung möglicher Verzögerungen bei der Vermarktung bereits auslizenzierter Produkte durch Partner, hat SYGNIS seine Strategie geändert und wird künftig einen stärkeren Fokus auf die Selbstvermarktung der eigenen Technologien legen. Hierbei ist es geplant, die Abhängigkeit zu den Vermarktungspartnern zu verringern. Grundsätzlich kann die Produktherstellung bzw. die Eigenherstellung der neuen Produktlinien durch die eigenen Laborkapazitäten abgedeckt werden, so dass keine hohen Investitionen notwendig sind. Ein Eigenvertrieb oder die Nutzung von Vertriebskanälen im Rahmen von Partnerschaften mit Distributoren sind denkbare Optionen dieser neuen Strategie. Im Rahmen der Strategie soll bereits Anfang 2015 mit der Eigenvermarktung der auf der PrimPol-Technologie basierenden Produktlinie TruePrime™ gestartet werden. Die Kapitalerhöhung soll hierfür die finanzielle Basis schaffen.

Geschäftsentwicklung zum 30.09.2014

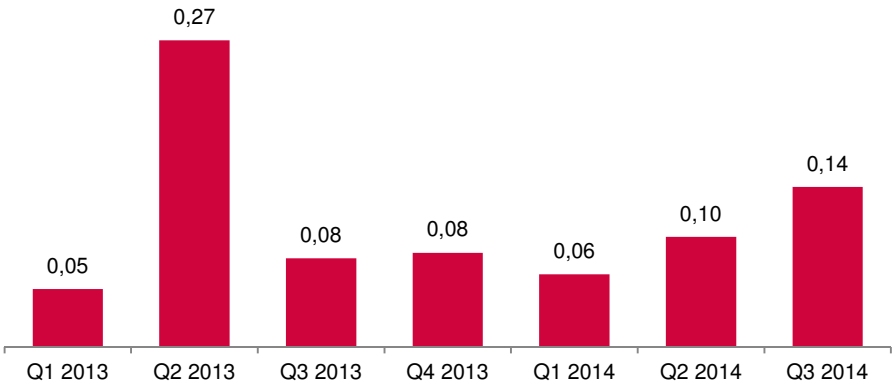
in Mio. €	9M 2013	9M 2014
Umsatzerlöse	0,40	0,30
EBITDA	-2,57	-2,06
EBIT	-2,83	-2,27
Jahresüberschuss	-2,85	-2,37
EPS in €	-0,30	-0,22

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die ersten drei Quartale 2014 standen bei der SYGNIS AG im Zeichen der im ersten Quartal erfolgten Markteinführung von zwei Amplifizierungs-Kits (REPLI-g WTA Single Cell Kit und REPLI-g Cell WGA & WTA Kit) durch den Lizenzpartner Qiagen. Darüber hinaus lag der Fokus der Gesellschaft erwartungsgemäß auf der weiteren Auslizenzierung von Technologien sowie der Weiterentwicklung der Produktpipeline. Die erfolgte Markteinführung der zwei auf der SensiPhi®-Technologie basierenden Kits hat bisher jedoch aufgrund einer verzögerten Vermarktung durch Qiagen noch keine wesentlichen Umsatzimpulse beisteuern können, so dass ein weiterhin niedriges Umsatzniveau in Höhe von 0,30 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €) präsentiert wurde.

Ein aufschlussreicheres Bild ergibt sich im Rahmen einer nach Quartalen getrennten Umsatzanalyse, worin ein deutlicher Umsatzanstieg im abgelaufenen Q3 2014 sichtbar wird. Neben den Umsätzen aus der Vermarktung von Caco-2-Lizenzrechten erhielt die SYGNIS AG im Q3 2014 Vorauszahlungen für die Übertragung von Schutzrechten der Double Switch-Technologie. Auch wurden erstmalig Umsatzerlöse aus der Vermarktung von SensiPhi® erzielt, allerdings noch auf niedrigem Niveau:

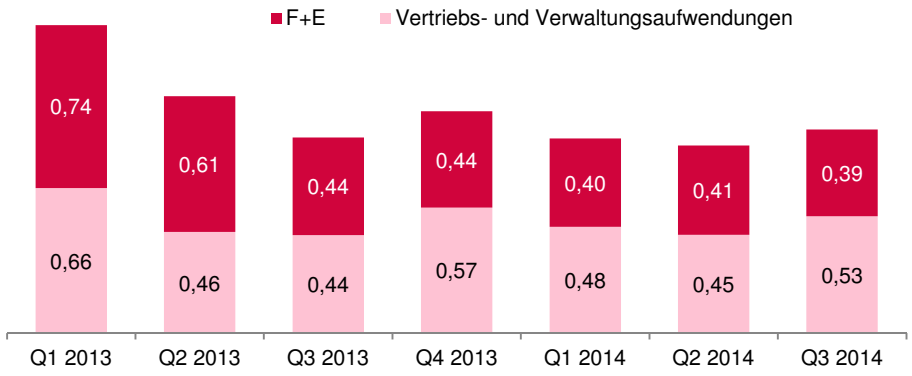
Entwicklung der Umsatzerlöse auf Quartalsebene (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Trotz der gegenüber dem Vorjahr nahezu unveränderten Umsatzentwicklung, verbesserte sich das EBIT in den ersten neun Monaten 2014 auf -2,37 Mio. € (VJ: -2,85 Mio. €). Weiterhin lag das erreichte Umsatzniveau noch nicht im Break-Even-Bereich. Die verbesserte operative Ergebnissituation ist auf die im Geschäftsjahr 2013 durchgeführten Kostenstrukturmaßnahmen zurückzuführen, die primär im Personalbereich umgesetzt wurden. Analog hierzu reduzierte sich der Aufwand der zwei wichtigen Kostenblöcke (Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen; Forschung- und Entwicklung) auf insgesamt 2,66 Mio. € (VJ: 3,36 Mio. €).

Kostenentwicklung auf Quartalsbasis (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Zuzüglich der Abschreibungen in Höhe von 0,21 Mio. € (VJ: 0,25 Mio. €) belaufen sich die gesamten operativen Aufwendungen in den ersten neun Monaten 2014 auf 2,72 Mio. € (VJ: 3,22 Mio. €). Ausgehend von diesem Niveau liegt der Break-Even-Umsatz (auf EBIT-Ebene) auf Jahresbasis bei rund 3,5 Mio. €.

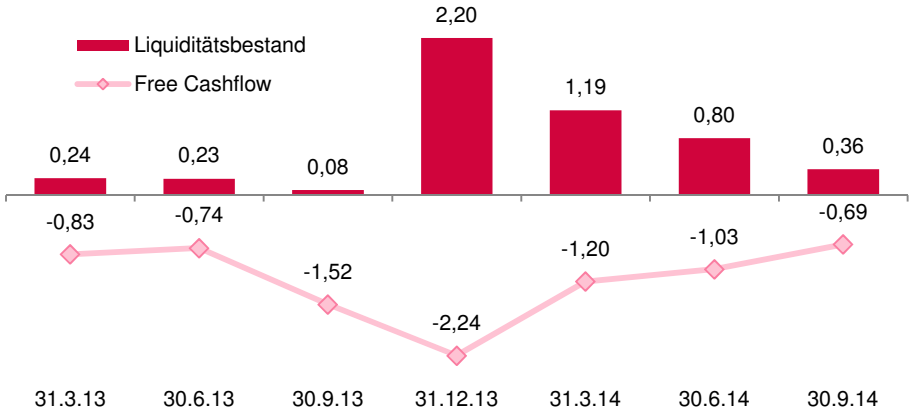
Entwicklung der Liquidität zum 30.09.2014

in Mio. €	9M 2013	9M 2014
Cashflow (operativ)	-2,13	-2,56
Cashflow (Investition)	-0,13	-0,36
Cashflow (Finanzierung)	1,87	1,05

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Von wesentlicher Bedeutung ist bei der SYGNIS AG die Liquiditätsentwicklung sowie hieraus ableitend die Liquiditätsreichweite. Der operative Liquiditätsverbrauch belief sich mit 2,56 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €) in etwa auf EBIT-Niveau. Die im laufenden Geschäftsjahr 2014 getätigten Investitionen summieren sich auf 0,36 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €), so dass sich für die ersten neun Monate 2014 insgesamt ein Liquiditätsabfluss in Höhe von 2,92 Mio. € (VJ: 2,26 Mio. €) ergibt. Folglich reduzierte sich der Liquiditätsbestand in den ersten neun Monaten 2014 von 2,20 Mio. € (31.12.2013) auf 0,36 Mio. € (30.09.2014).

Liquiditätsentwicklung vs. Free Cashflow (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Über die letzten Quartale hinweg hat sich der operative Liquiditätsverbrauch jedoch deutlich verringert. Um diesen insgesamt aufzufangen, stehen der SYGNIS AG eine Reihe verschiedener Finanzierungsinstrumente zur Verfügung. Hierzu gehört der Abruf

von Gesellschafterdarlehen, von so genannten Soft Loans (staatliche zinslose Forschungsdarlehen) sowie die Durchführung von Kapitalmaßnahmen. Im laufenden Geschäftsjahr 2014 wurden über Kapitalmaßnahmen im Rahmen einer SEDA-Eigenkapitalzusage (Standby Equity Distribution Agreement) mit YA Global Master SPV Ltd. neue Aktien mit einem Nettoemissionserlös in Höhe von 1,19 Mio. € platziert.

Gemäß Unternehmensaussage beläuft sich die Liquiditätsreichweite (inkl. der weiteren Nutzung der SEDA-Eigenkapitallinie) bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres. Eine deutliche Ausweitung des Liquiditätspuffers soll durch die derzeitige Kapitalerhöhung (Ausgabe von bis zu 2,48 Mio. neuen Aktien; erwarteter Bruttoemissionserlös: bis zu 4,95 Mio. €) umgesetzt werden. Darüber hinaus rechnen wir, vor dem Hintergrund zunehmender Vermarktungserlöse, mit einer sukzessiven Verringerung des Liquiditätsverbrauches.

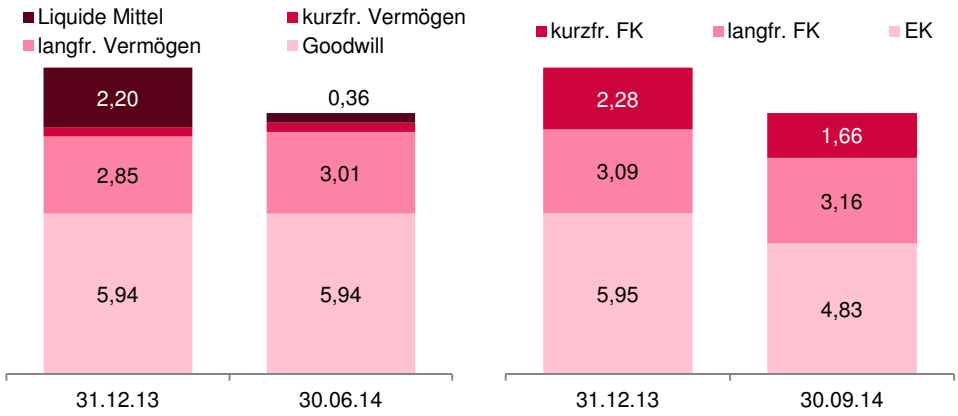
Bilanzielle Situation zum 30.09.14

in Mio. €	30.09.2013	31.12.2013	30.09.2014
Eigenkapital	3,51	5,95	4,83
EK-Quote (in %)	39,5%	52,6%	50,0%
Operatives Anlagevermögen	2,61	1,82	1,99
Working Capital	-1,83	-1,94	-1,32
Net Debt	3,21	-0,13	1,77

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Aufgrund der Kapitalmaßnahmen aus dem SEDA-Programm verzeichnete das Eigenkapital in den ersten neun Monaten 2014 einen im Vergleich zum Periodenergebnis (-2,37 Mio. €) nur unterproportionalen Rückgang auf 4,83 Mio. € (31.12.13: 5,95 Mio. €). Gemessen an der Bilanzsumme entspricht dies einer weiterhin soliden EK-Quote in Höhe von 50,0 % (31.12.13: 52,6 %).

Aktiva (in Mio. €) **Passiva (in Mio. €)**



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Sichtbar wird zudem ein Rückgang des kurzfristigen Fremdkapitals auf 1,66 Mio. € (31.12.13: 2,28 Mio. €), was primär Positionen betrifft, die Working Capital-Charakter aufweisen. Der daraus resultierende Anstieg des Working Capitals wird auch anhand des operativen Cashflows sichtbar, welcher unterhalb des Periodenergebnisses lag.

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 14e	GJ 15e (neu)	GJ 15e (alt)	GJ 16e (neu)	GJ 16e (alt)
Umsatzerlöse	0,64	2,06	2,62	5,45	6,23
EBITDA	-2,46	-1,54	-0,57	1,56	2,94
EBIT	-2,73	-1,81	-0,85	1,27	2,65
Jahresüberschuss	-2,80	-1,62	-0,80	0,98	2,16

Quelle: GBC AG

Als Produktentwickler für den NGS-Bereich (Next Generation Sequencing) liegt der operative Fokus der Gesellschaft einerseits auf der Weiterentwicklung der Produktpallette sowie andererseits auf der Vermarktung der fertigentwickelten Produkte. Mit SensiPhi® und der DoubleSwitch-Technologie konnten bereits zwei selbstentwickelte Technologien auslizenziert werden und somit wurde der „Proof of Concepts“ erbracht. Besonders im Fokus steht das Enzym SensiPhi®, welches die Grundlage für zwei von Qiagen im Februar 2014 eingeführten Ampfilizierungs-Kits darstellt. Die Partnerschaft mit Qiagen, einem der weltweit führenden Unternehmen für Proben- und Testtechnologien, ist vielversprechend, wenngleich sich die Verkäufe bisher noch auf einem noch geringen Niveau bewegen. Eine verzögerte Vermarktung aber auch der noch frühe Lebenszyklus von SensiPhi® sind als Ursache der noch geringen Verkaufszahlen zu nennen.

Die Nachfrage nach NGS-Technologien dürfte indes von einem dynamischen Wachstum geprägt sein. Das Researchinstitut Marketsandmarkets rechnet mit einem Wachstum des globalen NGS-Marktes von 2,5 Mrd. US-Dollar (2014) auf 8,7 Mrd. US-Dollar (2020). Als wichtiger Faktor dafür wird die hohe Innovationsgeschwindigkeit genannt, was einen vielfältigeren Einsatz von NGS ermöglicht. Die vergleichsweise kurzen Entwicklungslaufzeiten der SYGNIS-Produkte (in der Regel unter zwei Jahre) sowie eine breitere Aufstellung der Produktpalette sollen zur erfolgreichen Partizipation am Marktwachstum verhelfen.

Gleichzeitig wird die Vermarktungsstrategie um die Komponente Eigenvermarktung erweitert. Damit soll die Abhängigkeit von den Lizenzpartnern reduziert und die Vermarktungspotenziale stärker ausgeschöpft werden. Die Herstellung der Endprodukte (Kits) ist mit den vorhandenen Laborkapazitäten zu bewerkstelligen. Ebenfalls geplant sind Partnerschaften mit Distributoren, um die Vertriebskanäle der Partnerunternehmen zu nutzen. Vor diesem Hintergrund wurde auf Basis von PrimPol mit TruePrime™ eine eigene Produktlinie entwickelt. Es ist geplant, ab Januar 2015 die ersten TruePrime™-Kits zu vermarkten.

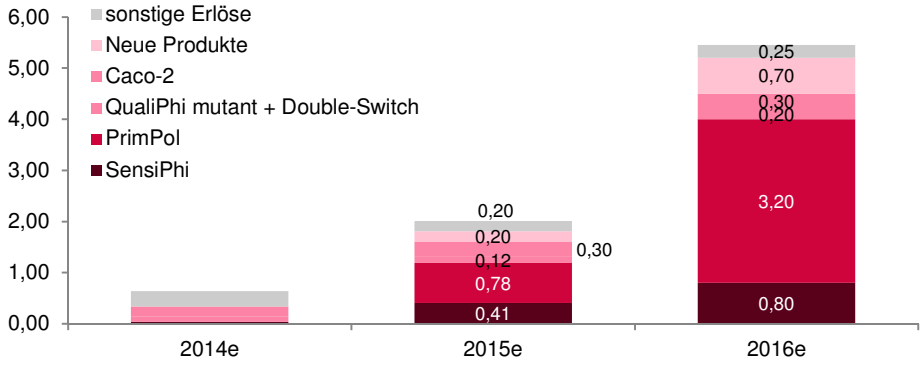
Umsatzprognosen

Für das laufende Geschäftsjahr 2014 erwarten wir vergleichsweise geringe Umsatzerlöse. Analog zur Unternehmensprognose (Umsatzerlöse: 0,5 - 0,7 Mio. €) rechnen wir unverändert mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,64 Mio. €. Erste Vermarktungserlöse von SensiPhi®, Lizenzerträge aus der Vermarktung von Caco-2 in den USA sowie Front-Up-Fees im Zusammenhang mit der Auslizenzierung einiger Patente der Double-Switch-Technologie, werden die Umsatzentwicklung des Geschäftsjahres 2014 prägen.

Für das kommende Geschäftsjahr 2015 rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg der Vermarktungserlöse. Im Vordergrund stehen zunächst die Vermarktung von SensiPhi® sowie die geplante Eigenvermarktung von PrimPol (Produktlinie TruePrime™). Grundsätzlich fallen die im Rahmen der Eigenvermarktung erzielten Umsatzerlöse deutlich höher aus als bei Lizenzerträgen, da hier der gesamte Umsatz von der SYGNIS AG eingenommen wird. Bei Lizenzerträgen handelt es sich üblicherweise um einen niedri-

gen zweistelligen Anteil an den erzielten Verkaufserlösen. Dementsprechend dominiert das prognostizierte Umsatzvolumen der Produktlinie TruePrime™ unsere Schätzungen der kommenden zwei Geschäftsjahre. Als Folge haben wir jedoch unsere Prognosen konservativer ausformuliert. Für 2015 prognostizieren wir Umsätze in Höhe von 2,06 Mio. € (bisher: 2,62 Mio. €) und für 2016 Umsätze in Höhe von 5,45 Mio. € (bisher: 6,23 Mio. €):

Prognose des Umsatzmix (in Mio. €)



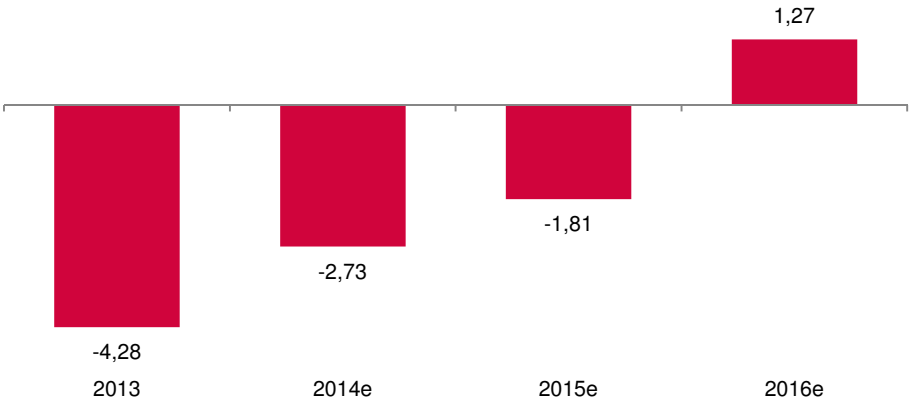
Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Über die letzten Perioden hinweg hat die SYGNIS AG kostenseitige Optimierungen implementiert, wodurch die Break-Even-Schwelle (auf EBIT-Ebene) derzeit bei einem Umsatzniveau von etwa 3,5 Mio. € liegt. Weiterer Optimierungsbedarf bei den Kosten ist an dieser Stelle nicht mehr gegeben. Im Zuge der Eigenvermarktung rechnen wir darüber hinaus mit einem Anstieg der variablen Umsatzkosten.

Angesichts erwarteter Umsatzerlöse unterhalb des Break-Even-Niveaus wird das EBIT der Geschäftsjahre 2014 und 2015 voraussichtlich noch im negativen Bereich ausfallen. Bei erwarteten Umsätzen in Höhe von 5,45 Mio. € dürfte der EBIT-Break-Even auf Gesamtjahresbasis mit einem antizipierten EBIT in Höhe von 1,27 Mio. € im Geschäftsjahr 2016 erreicht werden. Skaleneffekte sollten bei steigenden Umsätzen sukzessive zum Tragen kommen.

EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

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 2015 entspricht als Kursziel 4,05 € (bisher: 4,60 €). Das Kursziel basiert auf unseren angepassten Umsatz- und Ergebniserwartungen für die kommenden zwei Geschäftsjahre sowie der unveränderten Langfristprognose. Des Weiteren haben wir die Kapitalerhöhung mit der erhöhten Aktienzahl (Verwässerungseffekt) berücksichtigt und eine Vollplatzierung unterstellt.

DCF-Modell

SYGNIS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%
EBITDA-Marge	65,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,7%
Working Capital zu Umsatz	4,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	3,0%
ewige EBITA - Marge	66,1%
effektive Steuerquote im Endwert	27,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	End-wert
Umsatz (US)	0,64	2,06	5,45	7,16	8,23	9,46	10,88	12,50	
US Veränderung	32,6%	222,4%	164,6%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,26	0,69	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	
EBITDA	-2,46	-1,54	1,56	4,65	5,35	6,15	7,07	8,13	
EBITDA-Marge	-385,1%	-74,6%	28,6%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	
EBITA	-2,72	-1,81	1,27	4,51	5,16	5,94	6,82	7,84	
EBITA-Marge	-426,4%	-88,0%	23,2%	63,0%	62,7%	62,7%	62,7%	62,7%	66,1%
Steuern auf EBITA	0,08	0,27	0,00	-0,68	-1,39	-1,60	-1,84	-2,12	
zu EBITA	2,8%	15,0%	0,0%	15,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
EBI (NOPLAT)	-2,65	-1,54	1,27	3,84	3,77	4,33	4,98	5,73	
Kapitalrendite	n.def.	-67,0%	39,6%	116,2%	89,2%	89,2%	89,2%	89,2%	84,2%
Working Capital (WC)	-0,20	0,20	0,30	0,29	0,33	0,38	0,44	0,50	
WC zu Umsatz	-31,3%	9,7%	5,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in WC	-1,74	-0,40	-0,10	0,01	-0,04	-0,05	-0,06	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,50	3,00	3,00	3,94	4,53	5,21	5,99	6,88	
AFA auf OAV	-0,26	-0,28	-0,29	-0,14	-0,19	-0,21	-0,24	-0,28	
AFA zu OAV	10,6%	9,2%	9,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	
Investitionen in OAV	-0,94	-0,78	-0,29	-1,08	-0,77	-0,89	-1,02	-1,18	
Investiertes Kapital	2,30	3,20	3,30	4,23	4,86	5,59	6,42	7,38	
EBITDA	-2,46	-1,54	1,56	4,65	5,35	6,15	7,07	8,13	
Steuern auf EBITA	0,08	0,27	0,00	-0,68	-1,39	-1,60	-1,84	-2,12	
Investitionen gesamt	-2,68	-1,18	-0,39	-1,07	-0,82	-0,94	-1,08	-1,24	
Investitionen in OAV	-0,94	-0,78	-0,29	-1,08	-0,77	-0,89	-1,02	-1,18	
Investitionen in WC	-1,74	-0,40	-0,10	0,01	-0,04	-0,05	-0,06	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-5,07	-2,44	1,17	2,91	3,14	3,61	4,15	4,77	77,46

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	47,66	55,22
Barwert expliziter FCFs	9,72	13,21
Barwert des Continuing Value	37,93	42,01
Nettoschulden (Net debt)	-0,74	1,79
Wert des Eigenkapitals	48,40	53,43
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	48,40	53,43
Ausstehende Aktien in Mio.	13,20	13,20
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,67	**4,05**

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%
82,2%	4,63	4,27	3,97	3,70	3,47
83,2%	4,68	4,32	4,01	3,74	3,50
84,2%	4,72	4,36	**4,05**	3,77	3,53
85,2%	4,77	4,40	4,09	3,81	3,57
86,2%	4,82	4,45	4,12	3,85	3,60

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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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: (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 oder eine sonstige an der Studienerstellung 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, CFA, 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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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