

Syzygy AG^{*5;7}

30.01.2015

Halten

Kursziel: 8,20

aktueller Kurs: 7,66
29.1.2015 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl⁹: 12,828
Marketcap⁹: 98,24
EnterpriseValue⁹: 72,43
⁹ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 62,1 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Dominik Gerbing
gerbing@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 7

Fertigstellung/Veröffentlichung:
30.01.2015

Unternehmensprofil

Branche: Medien

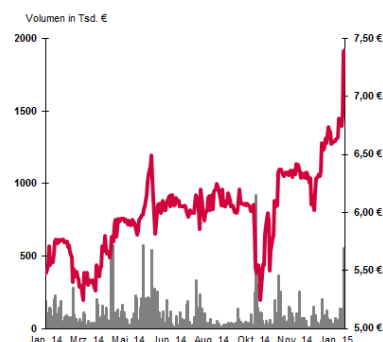
Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 483 Stand: 30.9.2014

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Andrew Stevens, Erwin Greiner



SYZGY ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 480 Mitarbeiter und umfasst acht 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	47,00	56,40
EBITDA	2,83	2,78	-	5,96
EBIT	2,12	2,02	3,80	5,05
Jahresüberschuss	9,33	3,34	4,50	5,08

*gemäß vorläufigen Zahlen

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,73	0,26	0,35	0,40
Dividende je Aktie	0,25	0,28	0,35	0,38

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,33	2,07	1,54	1,28
EV/EBITDA	25,59	26,05	-	12,15
EV/EBIT	34,16	35,85	19,06	14,34
KGV	10,53	29,41	21,83	19,34
KBV		2,02		

Finanztermine

31.03.2015: Veröffentlichung GJ-Bericht
30.04.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
29.05.2015: Hauptversammlung
31.07.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
30.10.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
8.12.2014: RG / 6,60 / HALTEN
10.11.2014: RS / 6,60 / HALTEN
5.8.2014: RS / 6,60 / KAUFEN
29.7.2014: RG / 6,10 / HALTEN

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

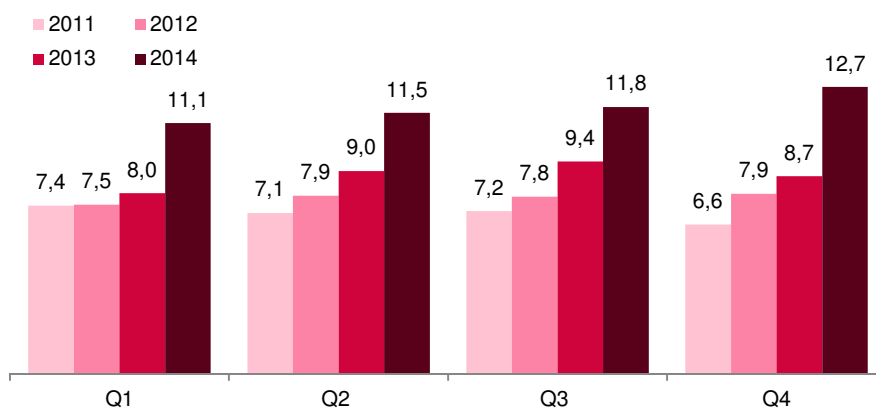
Umsatzdynamik übertrifft unsere Erwartungen; Dividendenerhöhung angekündigt; Prognosen und Kursziel auf 8,20 € erhöht

in Mio. €	GJ 2013	Δ 2013/2014	GJ 2014*	GJ 2014 (GBC-Prognosen)
Umsatzerlöse	35,0	+34 %	47,0	44,0
EBIT	2,0	+88 %	3,8	3,8
JÜ	3,3	+35 %	4,5	4,4

Quelle: Syzygy AG; GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Mit einer weiteren Steigerung der Umsatzdynamik im vierten Quartal 2014 hat die Syzygy AG ein hervorragendes Geschäftsjahr 2014 abgeschlossen. Auf Gesamtjahresbasis konnten die Umsatzerlöse gemäß vorläufigen Zahlen signifikant um +34 % auf etwa 47 Mio. € (VJ: 35,0 Mio. €) ausgeweitet werden. Sowohl die Unternehmens-Guidance als auch unsere Umsatzprognosen (GBC-Prognosen 2014e: 44,0 Mio. €) wurden somit deutlich übertroffen.

Umsatzerlöse auf Quartalsbasis (in Mio. €)

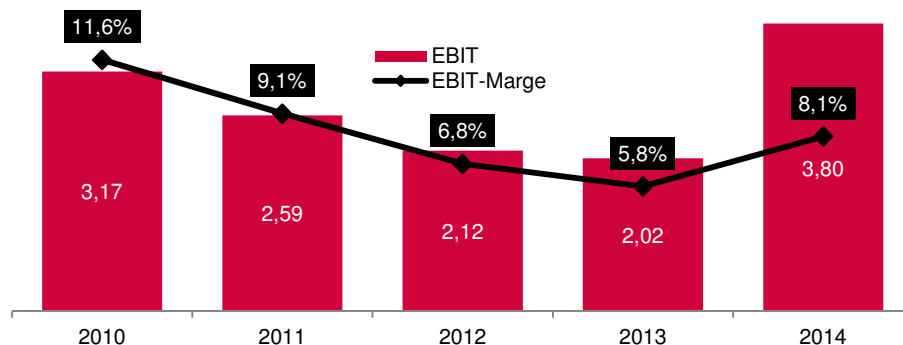


Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Zwar nimmt das vierte Quartal 2014 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +45 % eine herausragende Rolle ein, eine hohe Dynamik wurde jedoch auch in den ersten drei Quartalen erzielt. Das Jahresendgeschäft dürfte dabei in erster Linie von verstärkten Kommunikations- und Werbemaßnahmen (Onlinemarketing) der Syzygy-Kunden im Rahmen des Weihnachtsgeschäftes geprägt gewesen sein. Jenseits dieses saisonalen Effektes hat die Gesellschaft jedoch die Umsatzbasis auf ein insgesamt höheres Niveau angehoben. Ausschlaggebend hierfür ist die Ausweitung der Kundenbeziehungen mit bestehenden Kunden (z.B. Mazda; AVIS) sowie die Gewinnung von Neukunden.

Auf Basis der Umsatzsteigerung verbesserte sich das EBIT überproportional um +88 % auf etwa 3,8 Mio. € (VJ: 2,0 Mio. €). Die dazugehörige EBIT-Marge in Höhe von 8,1% (VJ: 5,8 %) hatten wir in unseren bisherigen Prognosen zwar etwas höher antizipiert (GBC-Prognosen: 8,6 %). Die leichte Verwässerung der Ergebnismargen ist jedoch eine typische Folge des dynamischen Umsatzwachstums (Kapazitätsausbau etc.) und dementsprechend unseres Erachtens nicht als kritisch anzusehen. Zusammenfassend geht der Trend hin zu zweistelligen EBIT-Margen, was auch von der Syzygy AG als mittelfristige Zielgröße kommuniziert wurde.

Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG; 2014er Werte gemäß vorläufigen Zahlen

Als Folge des aktiven Treasury Management und der hohen Liquidität steuerte das Finanzergebnis erneut einen wichtigen Beitrag zum Gesamterfolg bei. Mit Finanzerträgen in Höhe von rund 2,2 Mio. € (VJ: 2,1 Mio. €) wurde der ohnehin gute Vorjahreswert nochmals übertroffen. Bottom-Linie erzielte die Syzygy AG ein vorläufiges Nachsteuerergebnis in Höhe von etwa 4,5 Mio. € (VJ: 3,3 Mio. €). Der Hauptversammlung soll deshalb eine Dividendenerhöhung auf 0,35 € (VJ: 0,30 €) je Aktie vorgeschlagen werden, was auf aktuellem Kursniveau einer hohen Dividendenrendite von 4,6 % entspricht.

Prognosen

in Mio. €	GJ 2014*	GJ 2015e (neu)	GJ 2015e (alt)
Umsatzerlöse	47,0	56,4	47,3
EBIT	3,8	5,1	4,6
EBIT-Marge	8,1 %	9,0 %	9,6 %
JÜ	4,5	5,1	4,5

Quelle: GBC AG; *gemäß vorläufigen Zahlen

Zusammen mit den vorläufigen Zahlen hat die Syzygy AG auch die Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2015 veröffentlicht. Gemäß der Unternehmens-Guidance soll ein Umsatzwachstum in Höhe von 20 % erzielt werden, was auf Basis des nun höheren Niveaus einem Erlösanstieg auf 56,4 Mio. € entspricht. Unsere Umsatzprognosen lagen für das GJ 2015 mit 47,3 Mio. € (siehe Researchstudie vom 10.11.2014) bisher deutlich niedriger und daher haben wir diese nach oben hin angepasst. Laut Unternehmensangaben dürfte sich der positive Trend zur Ausweitung der Kundenbeziehungen fortsetzen. Darüber hinaus konnten in 2014 mehrere große und mittelgroße Kunden gewonnen werden, wodurch sich bereits zu Jahresbeginn eine allgemein höhere Umsatzbasis ergibt.

Analog zur Syzygy-Guidance rechnen wir mit einem überproportionalen Ergebnisanstieg und damit einer EBIT-Verbesserung auf 5,1 Mio. € (EBIT-Marge: 9,0 %). Die Basis für unser angepasstes DCF-Modell bildet dabei die Erwartung einer mittelfristigen EBIT-Marge im zweistelligen Bereich.

Als Resultat der deutlichen Prognoseanhebung für das laufende Geschäftsjahr 2015 und des damit angepassten DCF-Modells, haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 8,20 € ermittelt (bisher: 6,60 €). Aufgrund der sehr dynamischen Entwicklung des Syzygy-Aktienkurses bleibt unser Rating HALTEN aber unverändert. Das Kurspotenzial liegt derzeit bei 7,1 % (Basis: XETRA-Schlusskurs vom 29.01.15). Weiterhin bietet die Gesellschaft eine erwartete hohe Dividendenrendite in Höhe von 4,6 % und eine hervorragende Finanzausstattung (Liquide Mittel je Aktie zum 30.09.14: 1,89 €).

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 6,0 % (bisher: 4,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,2 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,75 % (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 10,10 % (bisher: 10,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,10 % (bisher: 10,35 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,10 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 8,20 € (bisher: 6,60 €). Die Kurszielanhebung ist einerseits ein Resultat der angehobenen Schätzungen für das Geschäftsjahr 2015, wodurch sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells ergibt. Andererseits haben wir bei der Berechnung des WACC den risikolosen Zinssatz auf 1,75 % (bisher: 2,00 %) adjustiert und damit den Diskontsatz reduziert.

Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,2%	ewige EBITA - Marge	11,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	26,0%
Working Capital zu Umsatz	0,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
Umsatz (US)	47,00	56,40	59,78	63,37	67,17	71,20	75,48	80,00	
<i>US Veränderung</i>	34,2%	20,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	14,69	20,14	20,14	20,14	20,14	20,14	20,14	20,14	
EBITDA	4,72	5,96	7,29	7,73	8,20	8,69	9,21	9,76	
<i>EBITDA-Marge</i>	10,0%	10,6%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
EBITA	3,80	5,05	6,68	7,08	7,50	7,95	8,43	8,94	
<i>EBITA-Marge</i>	8,1%	9,0%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,6%
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,31	-1,74	-1,84	-1,95	-2,07	-2,19	-2,32	
<i>zu EBITA</i>	27,3%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
EBI (NOPLAT)	2,76	3,74	4,94	5,24	5,55	5,89	6,24	6,61	
Kapitalrendite	71,9%	109,9%	155,4%	154,7%	154,7%	154,7%	154,7%	154,7%	155,3%
Working Capital (WC)	0,20	0,38	0,42	0,44	0,47	0,50	0,53	0,56	
<i>WC zu Umsatz</i>	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,99	-0,18	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,20	2,80	2,97	3,15	3,33	3,53	3,75	3,97	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,92	-0,91	-0,62	-0,65	-0,69	-0,73	-0,78	-0,82	
<i>AFA zu OAV</i>	28,8%	32,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,46	-0,51	-0,78	-0,83	-0,88	-0,93	-0,99	-1,05	
Investiertes Kapital	3,40	3,18	3,39	3,59	3,81	4,03	4,28	4,53	
EBITDA	4,72	5,96	7,29	7,73	8,20	8,69	9,21	9,76	
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,31	-1,74	-1,84	-1,95	-2,07	-2,19	-2,32	
Investitionen gesamt	-0,48	-0,69	-0,82	-0,86	-0,91	-0,96	-1,02	-1,08	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,46	-0,51	-0,78	-0,83	-0,88	-0,93	-0,99	-1,05	
<i>Investitionen in WC</i>	0,99	-0,18	-0,04	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,21	3,96	4,74	5,04	5,34	5,66	6,00	6,36	91,21

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	71,52	74,79
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	25,01	23,58
<i>Barwert des Continuing Value</i>	46,51	51,21
Nettoschulden (Net debt)	-28,28	-29,77
Wert des Eigenkapitals	99,81	104,56
Fremde Gewinnanteile	0,25	0,27
Wert des Aktienkapitals	100,06	104,82
Ausstehende Aktien in Mio.	12,78	12,78
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,83	8,20

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,8%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,52
Eigenkapitalkosten	10,1%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,1%

Kapitalrendite	WACC				
	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%
153,8%	9,02	8,56	8,16	7,82	7,52
154,6%	9,05	8,58	8,18	7,84	7,53
155,3%	9,07	8,60	8,20	7,85	7,55
156,1%	9,09	8,63	8,22	7,87	7,57
156,8%	9,12	8,65	8,24	7,89	7,58

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;7)

§ 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
Dominik Gerbing, B.A., Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail:
compliance@gbc-ag.de