



Researchstudie (Anno)

SYGNIS AG



„Mittelfristig Signifikante Umsatz- und Ergebnispotenziale aus dem Eigenvertrieb der Produktpipeline erwartet; Einführung weiterer Produkte noch in 2015/2016 erwartet“

Kursziel: 3,75 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**

SYGNIS AG^{*4;5a;11}

Kaufen

Kursziel: 3,75

aktueller Kurs: 2,60
07.10.2015 / ETR / 12:00 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: LIO1
Aktienanzahl³: 13,345
Marketcap³: 34,70
EnterpriseValue³: 33,21
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 42,2 %

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 18

Unternehmensprofil

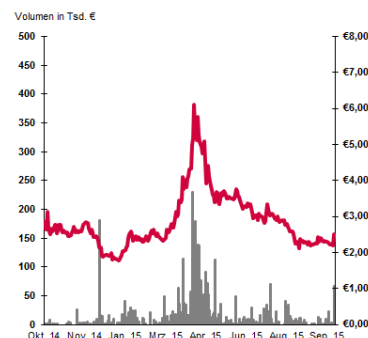
Branche: Biotechnologie
Fokus: Entwicklung und Vermarktung
von DNA-Technologien

Mitarbeiter: 19 Stand: 30.09.2015

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 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 wurde die Vermarktung von PrimPol im Rahmen einer eigenen Produktlinie TruePrime[™] gestartet. Darüber hinaus wurde mit SunScript[™] eine zweite eigene Produktlinie auf den Markt gebracht. Neben der Eigenvermarktung hat die SYGNIS AG eine Reihe nicht-exklusiver Vertriebspartnerschaften abgeschlossen. Bereits jetzt werden neben Deutschland auch Spanien, Frankreich, Finnland, China, Taiwan, Australien, Belgien, Kanada, Großbritannien, Irland Schweiz und Japan (weltweit zweitgrößter Markt für Life Science-Produkte) abgedeckt. Der Abschluss weiterer Vertriebspartnerschaften sowie der Ausbau der Eigenvermarktung stehen im aktuellen Fokus der Gesellschaft.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	0,39	0,70	2,75	4,80
EBITDA	-2,63	-3,09	-0,56	0,66
EBIT	-3,21	-3,44	-0,82	0,40
Jahresüberschuss	-3,48	-3,54	-0,98	0,21

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,33	-0,27	-0,07	0,02
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	84,71	47,44	12,08	6,92
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	50,31
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	83,02
KGV	neg.	neg.	neg.	165,22
KBV	4,16			

Finanztermine

12.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

09.03.2015: RS / 4,05 / KAUFEN

21.01.2015: RS / 4,05 / KAUFEN

15.12.2014: RS / 4,05 / KAUFEN

19.11.2014: RS / 4,05 / KAUFEN

1.9.2014: RS / 4,60 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die SYGNIS AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 mit Umsatzerlösen in Höhe von 0,39 Mio. € (VJ: 0,48 Mio. €) erwartungsgemäß ein noch niedriges Umsatzniveau erreicht. Als wesentlicher Faktor für die insgesamt unter den Erwartungen gebliebene Umsatzentwicklung ist der nach wie vor geringe Erlösbeitrag aus dem Vertrieb von QualiPhi® zu nennen. Im Rahmen der Auslizenzierung an Qiagen wurden mit dem Verkauf von QualiPhi® in 2014 bislang noch geringe Umsatzerlöse erzielt und damit sind erwartete Umsatzimpulse ausgeblieben.
- Infolge dessen hat die SYGNIS AG in 2014 die Unternehmensstrategie neu ausgerichtet. Während bislang die Auslizenzierung der Produktpipeline im Vordergrund stand, wird der künftige Fokus auf der Eigenvermarktung liegen. Es ist das Ziel, die Vermarktungspotenziale intensiver zu nutzen und damit die Abhängigkeiten von den Lizenzpartnern zu reduzieren. Diesbezüglich wurden im laufenden Geschäftsjahr 2015 mit TruePrime™ und SunScript™ die ersten beiden eigenen Produktfamilien in den Markt eingeführt. In Verbindung mit der Eigenvermarktungsstrategie wurden die Vertriebsaktivitäten intensiviert. Neben dem Ausbau des eigenen Vertriebs wurden beispielsweise eine Reihe nicht-exklusiver Vertriebspartnerschaften abgeschlossen. Bereits jetzt werden neben Deutschland auch Spanien, Frankreich, Finnland, China, Taiwan, Australien, Belgien, Kanada, Großbritannien, Irland Schweiz und Japan (weltweit zweitgrößter Markt für Life Science-Produkte) abgedeckt.
- Die Einführung weiterer Kits innerhalb der ersten beiden Produktfamilien ist für das laufende Geschäftsjahr geplant. Zugleich sollen neue Produkte speziell für das volumenstarke Kliniksegment entwickelt werden und innerhalb der nächsten 12 Monate ebenfalls in den Markt eingeführt werden. Produktseitig dürften demnach die wesentlichen Umsatzbeiträge durch den Vertrieb von TruePrime™, SunScript™ sowie von neuen Produkten für das Kliniksegment generiert werden. Angesichts einer typischen Vorlaufphase von etwa sechs Monaten, prognostizieren wir mit nun 0,70 Mio. € (bisher: 2,06 Mio. €) ein noch niedriges Umsatzniveau für das laufende Geschäftsjahr 2015. Mit maßgeblichen Umsatzbeiträgen rechnen wir in 2016 (2,75 Mio. €) sowie in 2017 (4,80 Mio. €).
- Gemäß unseren Erwartungen dürfte der operative Break-Even (auf EBIT-Ebene) auf Gesamtjahresebene im Geschäftsjahr 2017 erreicht werden. Grundsätzlich gehen wir von einer unterproportionalen Entwicklung der operativen Kosten, mit einer rückläufigen Entwicklung der Forschungsaufwendungen und Verwaltungskosten aus.
- **Im Rahmen eines DCF-Modells haben wir einen fairen Wert je Aktie von 3,75 € (bisher: 4,05 €) ermittelt. Bei einem derzeitigen Aktienkurs in Höhe von 2,60 € ergibt sich ein hohes Kurspotenzial und damit vergeben wir erneut das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

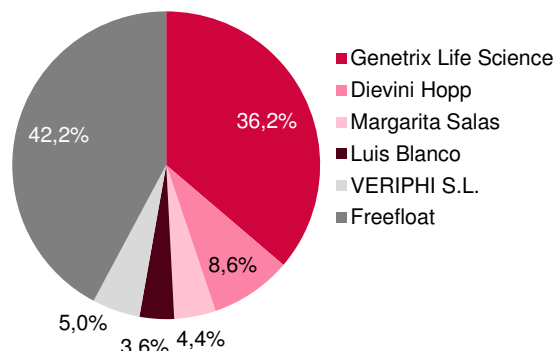
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
TruePrime™	4
SunScript™	5
QualiPhi®	5
Globaler Footprint der Vertriebspartnerschaften	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung 2014	9
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2015.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015	11
Bewertung	12
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

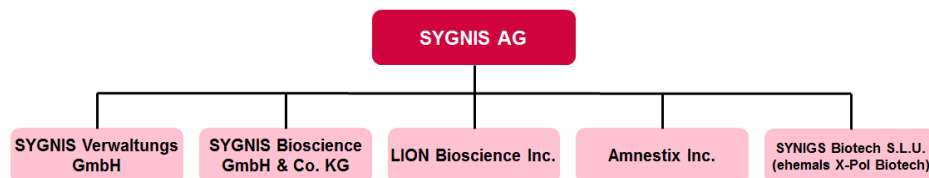
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Genetrix Life Sciences A.B.	36,2%
Dievini Hopp Bio Tech Holding GmbH & Co. KG	8,6%
Margarita Salas	4,4%
Luis Blanco	3,6%
VERIPHI S.L.	5,0%
Freefloat	42,2%

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG; Stand 30.09.2015



Konsolidierungskreis



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Der derzeitige Konsolidierungskreis der SYGNIS AG wird von fünf 100 %igen Tochtergesellschaften repräsentiert, mit dem regionalen Schwerpunkt auf Heidelberg und Madrid. An beiden Standorten verfügt die Gesellschaft über Geschäfts- und Laborräumlichkeiten. Die operative Tätigkeit und damit die Entwicklungsaufgaben sind derzeit in den Tochtergesellschaften SYGNIS Biotech S.L.U. und SYGNIS Bioscience GmbH & Co. KG angesiedelt.

Produkte

Mit TruePrime™, SunScript™ und QualiPhi® verfügt die Gesellschaft über drei fertigerwickelte Produktfamilien, welche sich bereits in der Vermarktung befinden. Darüber hinaus entwickelt die SYGNIS AG im laufenden Prozess neue Produkte für den Bereich der DNA-Analyse. Es ist dabei erwähnenswert, dass die Produktentwicklung der SYGNIS AG im Vergleich zur Arzneimittelentwicklung schneller und kostengünstiger umgesetzt werden kann. Der Zeitraum bis zum Erreichen der Vermarktungsreife beträgt im Durchschnitt 12 Monate.

TruePrime™

Die auf dem Enzym PrimPol basierende TruePrime™-Produktfamilie wird zur Amplifikation des gesamten Genoms aus Einzelzellen verwendet. Die Basis hierfür stellt die Multiple Displacement Amplifikations (MDA) -Technologie, welche für die Vervielfältigung eine geringere Ausgangsmenge an DNA als vergleichbare Technologien benötigt. In der SYGNIS-Produktlinie TruePrime™ hat eine Weiterentwicklung dieser Technologie stattgefunden, wodurch für die Amplifikation von DNA die Notwendigkeit sogenannter Primer (Anmerkung: Primer legt den spezifischen DNA-Abschnitt, welcher amplifiziert werden soll, fest) entfällt. Dadurch können die üblicherweise auftretenden primerindu-

zierten Artefakte sowie Verzerrungen komplett vermieden werden. Gemäß Unternehmensangaben wurden die ersten Testläufe mit potenziellen Kunden erfolgreich absolviert, woraus sich einerseits eine hohe Akzeptanz sowie andererseits hohe Umsatzpotenziale ergeben.

Die SYGNIS AG hat mit der globalen Eigenvermarktung von TruePrime™ im Januar 2015 begonnen. Neben der Vermarktung über die eigenen Kanäle (Homepage, direkte Kundenansprache etc.) werden für die wichtigsten Regionen Vermarktungspartner herangezogen. In den letzten Monaten wurde mit dem Abschluss von nicht-exklusiven Partnerschaften ein weltweites Vertriebsnetzwerk aufgebaut. Neben Deutschland werden über Vertriebspartnerschaften derzeit Spanien, Frankreich, Belgien, Kanada, Großbritannien, Australien, China, Finnland, Irland und Japan, als weltweit zweitgrößter Markt für Life Science-Produkte, abgedeckt. Ein weiterer kontinuierlicher Ausbau des Partnernetzwerkes ist geplant.

Die SYGNIS AG kann das bereits aufgebaute Vertriebsnetzwerk auch für den Vertrieb der weiteren Produktpipeline nutzen.

SunScript™

Dies gilt auch für die neueste Produktlinie SunScript™, welche im April 2015 in den globalen Vertrieb gegangen ist. Diese Produktlinie umfasst eine Reihe von Kits, die auf einer proprietär entwickelten reversen Transkriptase (RT) basieren, welche zu den thermostabilsten und schnellsten im Handel erhältlichen Enzymen gehören. Durch die Möglichkeit, die genetische Information von RNA in DNA zu übersetzen kann ein zuverlässiges Bild der ursprünglichen genetischen Information erhalten werden. Die in den Markt eingeführten SunScript™-Kits sind für den Einsatz in der PCR-Analyse und für den Aufbau von komplementären DNA-Bibliotheken geeignet, wie sie beispielsweise für Next Generation Sequencing-Anwendungen benötigt werden.

In Kombination mit TruePrime™ können komplette Analysen von RNA aus geringen Probemengen und Einzelzellen durchgeführt werden.

QualiPhi®

Das an Qiagen auslizenzierte Produkt QualiPhi® ist ein proprietär entwickeltes Enzym als verbesserte Version der phi-29-DNA-Polymerase, welches es erlaubt, bei der DNA-Vervielfältigung geringere Ausgangsmengen zu verwenden. Gleichzeitig geht der Einsatz von QualiPhi® mit einem geringen Zeitaufwand und einer höheren Effizienz einher. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund vorteilhaft, da zumeist die vorhandene DNA nur in geringen Mengen zur Verfügung steht und damit für diagnostische, forensische oder wissenschaftliche Untersuchungen nicht ausreicht.

Dieses Produkt steht stellvertretend für die alte Vermarktungsstrategie der SYGNIS AG, in der die Auslizenzierung der Produktpipeline im Vordergrund stand. Im Rahmen dieser Strategie hat die SYGNIS AG jedoch keinen Einfluss auf die Vermarktungsaktivitäten des Lizenzpartners und kann somit den Vertrieb nicht aktiv beeinflussen.

Infolge dessen hat die Gesellschaft in 2014 ihre Vertriebsstrategie um die Komponente Eigenvermarktung erweitert. Es ist das Ziel, die Vermarktungspotenziale der Produktpipeline intensiver zu nutzen und die Abhängigkeit von den Lizenzpartnern zu reduzieren. Mit der globalen Markteinführung der ersten eigenen Produktlinien TruePrime™ und SunScript™ wurden die ersten Schritte im Rahmen dieser neuen Strategie vollzogen.

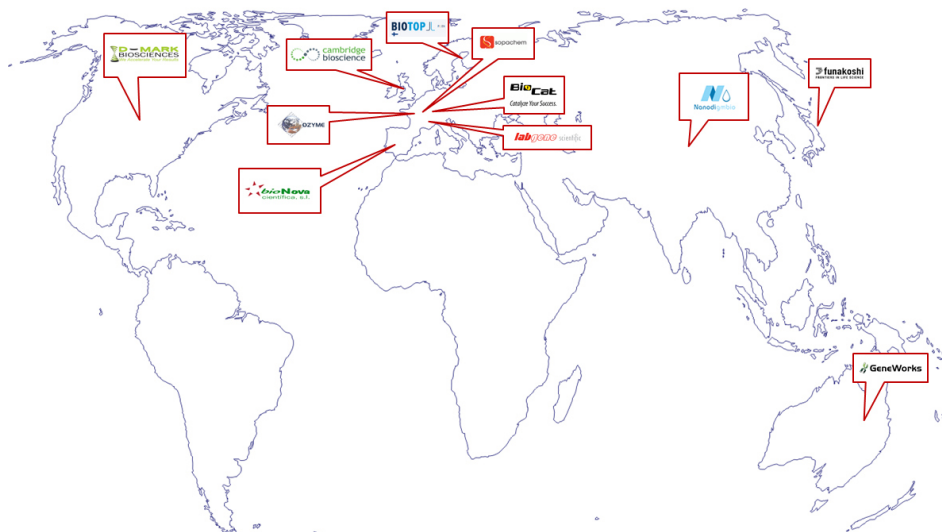
Produkteinführungen der SYGNIS AG 2015

Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015
TruePrime™ scWGA Kit	TruePrime™ RCA kits	SunScript™ RT-PCR Kit	SunScript™ RT-PCR Kit - gelified
TruePrime™ WGA Kit	SunScript™ RT RNaseH+		SunScript™ RT-q PCR Kit
	SunScript™ RT RNaseH-		

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Nach der im Geschäftsjahr 2014 vorgenommenen Anpassung der Unternehmensstrategie, mit dem neuen Fokus auf der Vermarktung der eigenen Produktpipeline, stehen nunmehr die Entwicklung und der Vertrieb der eigenen Kits im Vordergrund, womit insgesamt ein rasches Anheben der Umsatzniveaus angestrebt wird. Die Kunden der SYGNIS AG sind größtenteils dem Bereich Life Sciences und dem klinischen Umfeld der Humangenetik, Onkologie, Molekulardiagnostik, personalisierte Medizin und Pathologie zuzuordnen. Diese Kundengruppen müssen in der Lage sein, biologische oder medizinische Informationen aus kleinsten Probemengen zu generieren.

Globaler Footprint der Vertriebspartnerschaften



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Das Einsatzspektrum der DNA-Analyse ist nicht zuletzt aufgrund der technologischen Entwicklung und von damit verbundenen Kostenvorteilen mittlerweile breit gefächert. Zu den typischen Anwendern der DNA-Sequenzierung zählen weiterhin die Interessenten aus der Pharmabranche und die klinischen Labore mit dem Schwerpunkt auf medizinische Einsatzzwecke. Darüber hinaus wird die genetische Analyse mittlerweile auch in anderen Gebieten, wie etwa in der Landwirtschaft oder bei der chemischen Herstellung von Verbrauchsgütern angewendet. Folglich sind die langfristigen Potenziale der SYGNIS-Technologie nicht alleine an einer Branche festzumachen, wenngleich der Einsatz in der medizinischen Forschung und Diagnostik weiterhin überwiegen dürfte.

Als wesentlicher Treiber gilt dabei die personalisierte Medizin, mit der damit verbundenen Identifikation von Biomarkern. Die Grundlage des Marktwachstums findet sich in einer verbesserten Anwendbarkeit der DNA-Amplifikation und DNA-Sequenzierung. So ist es mittlerweile mit den neuen Sequenzierungstechniken möglich, das menschliche Genom zu vertretbaren Kosten und mit einem geringeren Zeitaufwand auszulesen. Während noch im September 2001 das Auslesen eines Genoms noch illusorische 95 Mio. US-Dollar gekostet hat, mussten im Juli 2014 lediglich nur noch rund 4.900 US-Dollar aufgewendet werden. Diese technologisch getriebene massive Kostendegression ermöglicht es, die Genanalyse in einem industriellen Maßstab anzuwenden und damit insbesondere neue Erlösquellen zu erschließen.

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

Der größte Nutzen der personalisierten Medizin liegt in der hohen Therapieindividualität, die in der Regel mit einem höheren Ansprechverhalten der Patienten einhergeht. Aufgrund eines frühzeitigen Erkennens und Eliminierens von Unverträglichkeiten verbessert sich die Therapieeffizienz (Vermeidung schwerer Krankheitsverläufe, weniger Nebenwirkungen, Vermeidung zusätzlicher Maßnahmen und Personalkosten), was infolge dessen auch eine Effizienzverbesserung und damit Kosteneinsparungen im Gesundheitssystem mit sich bringt. Hiervon dürfte insbesondere auch der Bereich der DNA-Sequenzierung profitieren, wenngleich es sich dabei nur um ein Teileinsatzgebiet handelt. Speziell der technologische Fortschritt dürfte den Anbietern der DNA-Sequenzierung neue Marktbe-reiche erschließen.

Die SYGNIS AG ist mit seiner Produktpalette in einem Marktumfeld tätig, welches alleine von medizinischer Seite von hohen Wachstumsraten geprägt sein dürfte. Darüber hinaus sollten neue Anwendungsbereiche für die DNA-Sequenzierung und DNA-Amplifikation für zusätzliches Wachstum sorgen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	0,48	0,39	0,70	2,75	4,80
Vertriebsaufwendungen	-0,37	-0,44	-0,72	-0,75	-1,05
Verwaltungsaufwendungen	-1,76	-1,49	-1,78	-1,31	-1,62
F+E	-2,23	-1,41	-1,29	-1,40	-1,62
Abschreibungen	-0,59	-0,28	-0,35	-0,26	-0,26
sonstiges betriebliches Ergebnis	0,18	0,03	0,00	0,15	0,15
EBIT	-4,28	-3,21	-3,44	-0,82	0,40
Zinsaufwand	-0,18	-0,16	-0,10	-0,09	-0,11
Zinsertrag	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
Ergebnis vor Steuern	-4,45	-3,35	-3,54	-0,91	0,29
Ertragssteuern	1,25	-0,14	0,00	0,00	-0,08
JÜ	-3,20	-3,48	-3,54	-0,91	0,21
EBITDA	-3,40	-2,63	-3,09	-0,56	0,66
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>13,8%</i>
EBIT	-4,28	-3,21	-3,44	-0,82	0,40
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>8,3%</i>
Ergebnis je Aktie in €	-0,34	-0,33	-0,27	-0,07	0,02
Aktienzahl in Mio. Stück	9,51	13,30	13,35	13,35	13,35

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Umsatzerlöse	0,21	0,48	0,39
EBITDA	-1,35	-3,40	-2,63
EBIT	-2,35	-4,28	-3,21
Jahresüberschuss	-2,40	-3,20	-3,48
EPS in €	-0,32	-0,34	-0,33

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 bewegte sich das Umsatzniveau der SYGNIS AG mit 0,39 Mio. € (VJ: 0,48 Mio. €) noch weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Die ursprünglichen, mit der Veröffentlichung des 2013er Geschäftsberichtes kommunizierten Unternehmensprognosen, wonach Umsatzerlöse in Höhe von 2,0 - 2,5 Mio. € erwartet wurden, sind damit nicht erreicht worden. Bereits unterjährig hatte die SYGNIS AG eine Anpassung der Umsatzprognosen auf 0,5 - 0,7 Mio. € vorgenommen.

Als wesentlicher Faktor dieser insgesamt unter den Erwartungen gebliebenen Umsatzentwicklung sind die nach wie vor sehr niedrigen Umsätze aus dem Vertrieb von QualiPhi[®] zu nennen. Im Februar 2014 hatte die Gesellschaft bekannt gegeben, dass der QualiPhi[®]-Vertriebspartner Qiagen die ersten beiden Kits in den Markt eingeführt hat. Insgesamt wurden mit dem Vertrieb der beiden Kits REPLI-g WTA Single Cell Kit und REPLI-g Cell WGA & WTA Kit jedoch lediglich Umsatzerlöse in Höhe von ca. 15.000 € erzielt. Folglich hat der im Vorfeld designierte wichtige Umsatztreiber des abgelaufenen Geschäftsjahres 2014 noch keine signifikanten Impulse geliefert.

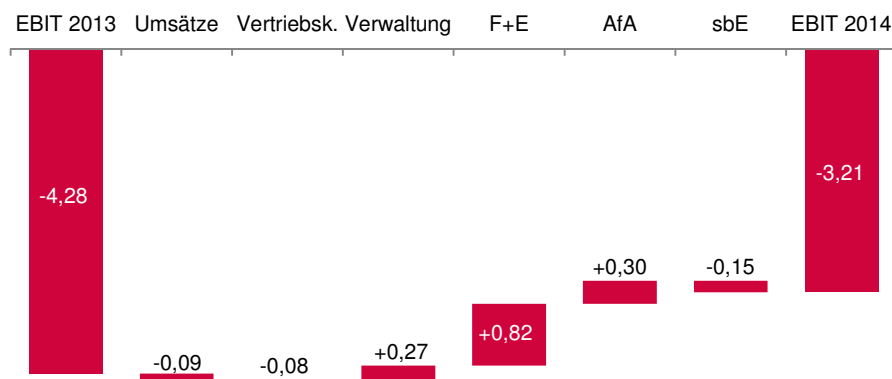
Der wesentliche Teil der Umsatzerlöse setzt sich daher unverändert aus den Lizenzträgen im Zusammenhang mit Caco-2 in Höhe von 0,30 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) zusammen. Zudem vereinnahmte die SYGNIS AG Vorabzahlungen im Zusammenhang mit dem Transfer einiger Patente der DoubleSwitch-Technologie an die SYSTASY Bioscience GmbH in Höhe von 55.000 €.

Die Gesellschaft hat insbesondere den unter den Erwartungen gebliebenen Vertriebsfolg aus der Auslizenzierung von QualiPhi[®] zum Anlass genommen, um die Unternehmensstrategie neu auszurichten. Nunmehr steht die Eigenvermarktung der Produktpipeline im Fokus, mit dem Ziel, die Vermarktungspotenziale intensiver zu nutzen. Diesbezüglich wurden mit TruePrime[™] und SunScript[™] in 2015 bereits zwei eigene Produktlinien in den Markt eingeführt.

Diese Strategieänderung mit einem stärkeren Fokus auf den Eigenvertrieb bei einer gleichzeitigen Reduktion der Grundlagenforschung wird anhand der Entwicklung der operativen Kosten ersichtlich. Besonders der Rückgang der F+E-Aufwendungen auf 1,41 Mio. € (VJ: 2,23 Mio. €) illustriert den neuen eingeschlagenen Kurs. Bei sonst nur geringfügigen Änderungen bei den anderen Kostenpositionen wurde die operative Kostenbasis insgesamt auf 3,60 Mio. € (VJ: 4,77 Mio. €) deutlich reduziert.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr wurde zudem ein geringerer ergebniswirksamer Wertminderungsbedarf in Höhe von 0,28 Mio. € (VJ: 0,59 Mio. €) ermittelt. Dieser steht im Zusammenhang mit der DoubleSwitch-Technologie, dessen aktuelle Geschäftserwartungen unterhalb der bisherigen Prognosen liegen. In Summe hat die rückläufige Kostenbasis einen gegenüber dem Vorjahr geringeren EBIT-Verlust in Höhe von -3,21 Mio. € (VJ: -4,58 Mio. €) ermöglicht.

EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Erwartungsgemäß war das Umsatzniveau noch nicht ausreichend, um die operative Kostenbasis zu decken, was sich in einer noch entsprechend negativen Größenordnung beim EBIT ausgewirkt hat. Auch auf Ebene des negativen Nachsteuerergebnisses, welches mit -3,48 Mio. € (VJ: -3,20 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes lag, wird dies sichtbar. Das gegenüber dem Vorjahr niedrigere Periodenergebnis ist auf erstmalige Steueraufwendungen in Höhe von -0,14 Mio. € (VJ: Steuerertrag in Höhe von 1,25 Mio. €) zurückzuführen. Diese stehen im Zusammenhang mit der Auflösung aktiver latenter Steuern.

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2015

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2013	1.HJ 2014	1.HJ 2015
Umsatzerlöse	0,32	0,16	0,20
EBITDA	-1,87	-1,38	-1,64
EBIT	-2,04	-1,53	-1,88
Periodenergebnis	-2,04	-1,58	-1,91

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres 2015 standen im Zeichen der Einführung der beiden proprietären Produktlinien TruePrime™ und SunScript™ sowie dem dazugehörigen Aufbau der Vertriebsstrukturen. Diesbezüglich war die Sygnis AG in der Lage, für die TruePrime™-Familie eine Reihe nicht-exklusiver Vertriebspartnerschaften abzuschließen, womit der Markteintritt in den weltweit wichtigsten Märkten ermöglicht werden soll. Da die beiden Produktfamilien derzeit noch am Anfang des Vermarktungszyklus stehen, wurden im ersten Halbjahr 2015 insgesamt 102 Kits veräußert, wobei im Rahmen der Markteinführung noch hohe Rabatte gewährt wurden. Dementsprechend liegen die Umsatzerlöse mit 0,20 Mio. € (1.HJ/14: 0,16 Mio. €) erwartungsgemäß auf einem niedrigen Niveau.

Wie bereits im Geschäftsjahr 2014 hat die SYGNIS AG im Rahmen der neuen Unternehmensstrategie die Vertriebsaktivitäten forciert und gleichzeitig die Entwicklung- und Forschungsaktivitäten reduziert. In Summe verzeichnete die Gesellschaft eine Erhöhung des operativen Aufwandes auf 2,07 Mio. € (1.HJ/14: 1,69 Mio. €) und dementsprechend, bei einer nahezu unveränderten Umsatzbasis, einen leicht höheren Verlust auf EBIT-Basis von -1,88 Mio. € (1.HJ/14: -1,53 Mio. €). Hierbei gilt es jedoch, einmalige Sonderaufwendungen in Zusammenhang mit Mitarbeiterabfindungen sowie dem Umzug an den neuen Standort in Heidelberg Wieblingen in Höhe von insgesamt 0,20 Mio. € zu berücksichtigen. Damit hätte die SYGNIS AG ein bereinigtes EBIT in Höhe von -1,67 Mio. € erzielt.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2015

in Mio. €	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015
Eigenkapital	5,43	8,34	6,50
EK-Quote (in %)	54,1%	66,5%	63,2%
Liquide Mittel	0,80	3,76	1,28
Operatives Anlagevermögen	1,95	1,86	1,94
Working Capital	-1,20	-0,95	-0,37
Net Debt	1,26	-1,49	1,01
Cashflow (operativ)	-1,98	-3,58	-2,18
Cashflow (Investitionen)	-0,26	-0,62	-0,58
Cashflow (Finanzierung)	0,84	5,44	0,04

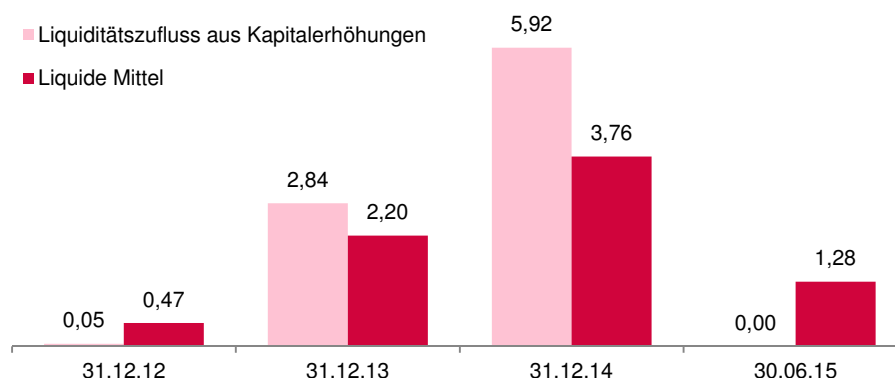
Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Eine Analyse der Liquiditätsausstattung ist insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich der Vertrieb der SYGNIS-Produkte noch auf niedrigem Niveau befindet und daher noch geringe Vermarktungserlöse vereinnahmt werden, von hoher Bedeutung. Zum 30.06.2015 verfügt die SYGNIS AG über liquide Mittel in Höhe von 1,28 Mio. €, was gegenüber dem Bestand zum Geschäftsjahresende 2014 in Höhe von 3,76 Mio. € eine deutliche Reduktion bedeutet. Diese Entwicklung ist sowohl dem noch fehlenden Ergebnisbeitrag des operativen Geschäftes als auch dem leichten Anstieg des Nettoumlaufvermögens und des damit gebundenen Kapitals geschuldet. Darüber hinaus sind bei der SYGNIS AG Sonderausgaben bei Mitarbeiterabfindungen sowie im Rahmen des Umzugs an einen neuen Standort angefallen.

Gemäß Unternehmensangaben im Halbjahresabschluss sollen die zum 30.06.2015 zur Verfügung stehenden liquiden Mittel sowie die für das verbleibende Jahr 2015 erwarteten Finanzmittelzuflüsse die Finanzierung bis zum Erreichen der Profitabilität zunächst sicherstellen.

Dies geht mit der Unternehmensstrategie einher, wonach die Liquiditätsbasis, bis zum Erreichen des Break-Even, hauptsächlich im Rahmen von Kapitalerhöhungen ausgeweitet wurde. Der Nettoemissionserlös aus den Kapitalerhöhungen des abgelaufenen Geschäftsjahres 2014 beläuft sich auf 5,92 Mio. € und stammt größtenteils aus einer im Dezember 2014 erfolgreich durchgeführten Kapitalerhöhung, durch Ausgabe von 2,48 Mio. neuen Aktien zu einem Bezugspreis von 2,00 € je Aktie. Zugleich hat die SYGNIS AG den bestehenden SEDA-Vertrag in mehreren Tranchen genutzt und insgesamt 0,34 Mio. Aktien an YA Global Master SPV LTD. ausgegeben, mit einem Liquiditätszufluss in Höhe von rund 1,5 Mio. €.

Kapitalerhöhungen und Liquiditätsbestand (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

BEWERTUNG

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	0,70	2,75	4,80
EBITDA	-3,09	-0,56	0,66
EBITDA-Marge	neg.	neg.	13,8%
EBIT	-3,44	-0,81	0,40
EBIT-Marge	neg.	neg.	8,3%
Jahresüberschuss	-3,54	-0,91	0,21
EPS in €	-0,27	-0,07	0,02

Quelle: GBC AG

Die im Geschäftsjahr 2014 umgestellte Unternehmensstrategie, wonach der künftige Fokus auf der Eigenvermarktung der Produktpipeline liegt, ist ein wichtiger Faktor für unsere nachfolgend dargestellten Umsatz- und Ergebnisprognosen. Im Rahmen dieser Strategie steht das Ziel im Vordergrund, die Vermarktungspotenziale eigenständig stärker auszuschöpfen und damit gleichzeitig die Abhängigkeit von den Lizenzpartnern zu reduzieren. Hiermit verbunden ist die Notwendigkeit eines Auf- und Ausbaus der Vertriebsstruktur, was wir als die bedeutende Komponente für den künftigen Unternehmenserfolg erachten.

Im Zuge dessen hat die SYGNIS AG zuletzt ihre Aktivitäten vornehmlich auf den Vertriebsbereich gebündelt und kann bereits erste Erfolge präsentieren. Allen voran zu nennen ist der Abschluss einer Reihe von Vertriebspartnerschaften, womit frühzeitig eine breite regionale Abdeckung erreicht wurde. Neben Deutschland werden über Vertriebspartnerschaften derzeit Spanien, Frankreich, Belgien, Kanada, Großbritannien, Australien, China, Finnland, Irland und Japan, als weltweit zweitgrößter Markt für Life Science-Produkte, abgedeckt. Da es sich hierbei um nicht exklusive Vertriebspartnerschaften handelt, ist die SYGNIS AG in der Lage, eine Vertriebsausweitung auf weitere Regionen umzusetzen.

Flankierend hierzu wird der Vertrieb der Produktpipeline über die eigenen Kanäle (Homepage, direkte Kundenansprache bei Fachkonferenzen etc.) ebenfalls forciert. Diesbezüglich wurde im April 2015 die Berufung von Dr. Miguel-Antonio Viribay zum neuen Vice President Sales and Marketing bekannt gegeben. In seiner Verantwortung liegen die weitere Entwicklung, Implementierung und Umsetzung von Vertriebsstrategien. Dr. Viribay verfügt über 16 Jahre Erfahrung in der Biotechnologiebranche und hat in seiner beruflichen Laufbahn Führungspositionen in den Bereichen Vertrieb und Marketing bei südeuropäischen Dependancen führender amerikanischer Unternehmen bekleidet.

Die Basis für einen erfolgreichen Vertrieb bildet die Produktpipeline der SYGNIS AG. Entscheidend ist dabei die geringe Entwicklungszeit der Produkte, welche keinerlei klinischen Tests unterzogen werden müssen und damit schnell der Vermarktung zugeführt werden können. Ein schneller Ausbau und eine hohe Innovations- und Entwicklungsgeschwindigkeit der Produktpipeline ist daher realistisch. Da es sich bei den SYGNIS-Produkten um so genannte Verbrauchsgüter für die Labor- und Testindustrie handelt, unterliegen diese zudem keinen regulatorischen Risiken.

Innerhalb der ersten im Jahr 2015 lancierten beiden Produktlinien TruePrime™ und SunScript™ hat die SYGNIS AG bereits drei Kits auf den Markt eingeführt. Weitere Kits sollen im laufenden Geschäftsjahr 2015 noch eingeführt werden und damit können weitere Bereiche des wachstumsstarken Marktes der DNA-Amplifikation und DNA-Sequenzierung abgedeckt werden. Grundsätzlich wird dabei die Grundlagenforschung,

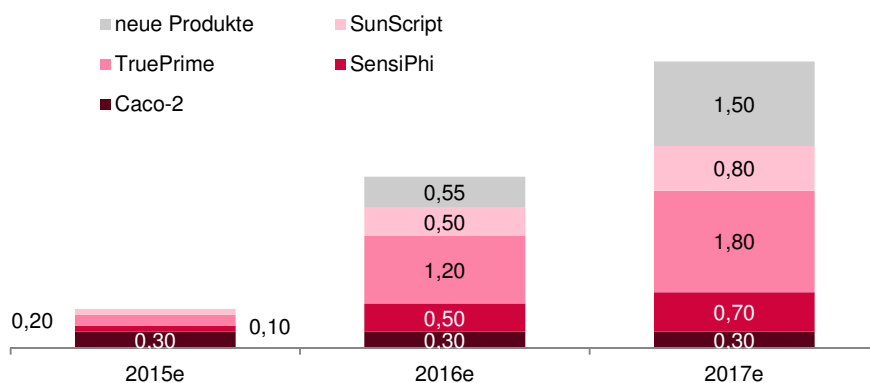
da wichtige Produkte bereits bis zur Marktreife hin entwickelt sind, zurückgefahren werden. Nach eigenen Aussagen wird die SYGNIS AG jedoch weiterhin laufend die Marktpotenziale sondieren und neue Produkte entwickeln.

Ein kurz- bis mittelfristiges Ziel der SYGNIS AG dürfte es sein, die deutlich höheren Marktpotenziale im Kliniksegment abzudecken. Mit dem aktuellen Produktportfolio werden dabei noch vornehmlich Labore oder Forschungseinrichtungen adressiert. Der Einsatz von DNA-Tools ist mittlerweile jedoch massenmarktfähig geworden, wodurch insbesondere eine erhöhte Nachfrage aus dem Kliniksegment (Personalisierte Medizin, Vorsorgemaßnahmen etc.) zu erwarten ist. Mit dem Zugang zum Klinikbereich sind deutlich höhere Absatzmengen und damit auch Umsatzniveaus möglich. Wir rechnen mit der Markteinführung einer entsprechenden SYGNIS-Produktlinie Ende 2015/Anfang 2016.

Umsatzprognosen

Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2015 hat die SYGNIS AG die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2014 veröffentlichte Umsatzprognose (Bandbreite: 0,5 - 0,7 Mio. €) für das laufende Geschäftsjahr 2015 bestätigt. Während das niedrige erwartete Umsatzniveau in 2015 dem noch frühen Vermarktungszyklus der Produktpipeline Rechnung trägt, sollten im kommenden Geschäftsjahr 2016 deutliche Umsatzzuwächse verzeichnet werden. Gemäß Unternehmensangaben wird für beide Produktfamilien TruePrime™ und SunScript™ ein steigendes Kundeninteresse bei einem gleichzeitig positiven Feedback verzeichnet. Typischerweise benötigt in diesem Bereich ein neues Produkt eine Vorlaufzeit von etwa sechs Monaten, bis die ersten Umsatzimpulse generiert werden können. Darüber hinaus rechnen wir mit steigenden Umsatzbeiträgen aus der Vermarktung von QualiPhi® durch den Lizenzpartner Qiagen, wenngleich wir von geringeren Umsatzniveaus, als bisher von uns angenommen, ausgehen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Der wesentliche Umsatztreiber des kommenden Geschäftsjahres 2016 dürfte der Vertrieb der TruePrime™-Technologie sein sowie in Verbindung damit der Vertrieb von SunScript™. Zwar rechnen wir bereits ab 2016 mit dem Eintritt ins Kliniksegment über eine neue Produktlinie, die wesentlichen Umsatzbeiträge in diesem Segment dürften jedoch, nach einer Vorlaufzeit von sechs Monaten, erst im Geschäftsjahr 2017 erzielt werden. In Summe prognostizieren wir für das Geschäftsjahr 2016 Umsatzerlöse in Höhe von 2,75 Mio. € und für das Geschäftsjahr 2017 in Höhe von 4,80 Mio. €.

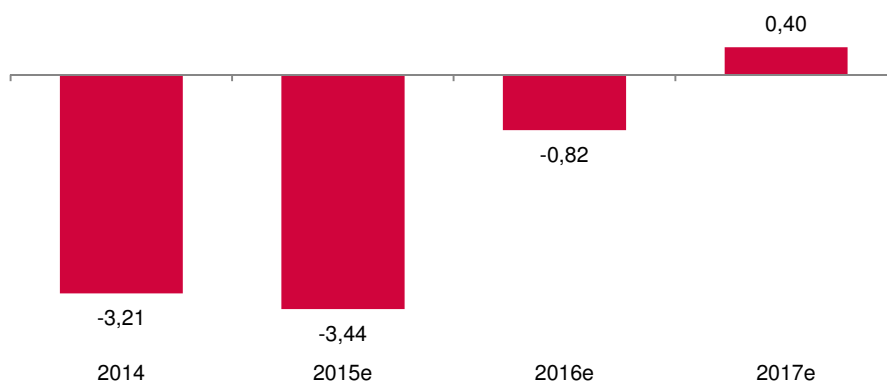
Damit haben wir unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 21.01.2015) zunächst deutlich nach unten hin angepasst. Dies ist eine Folge der geringeren Umsatzerwartungen für QualiPhi® einerseits sowie andererseits der veränderten Unterneh-

mensstrategie mit dem Fokus auf der Eigenvermarktung. Bislang hatten wir für die Umsatzprognosen vornehmlich die Strategie einer Auslizenzierung der Produktpipeline zugrunde gelegt, mit entsprechenden Annahmen hinsichtlich Front-Up-Fees (Einnahmen bei der Auslizenzierung). Bei der Eigenvermarktung der Produktpipeline fallen keine Front-Up-Fees an.

Ergebnisprognosen

In den ersten sechs Monaten 2015 hat die SYGNIS AG zwar eine Reduktion der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen umgesetzt, die Vertriebsaufwendungen sind hingegen angestiegen. Darüber hinaus sind einmalige Sonderaufwendungen in Höhe von 0,20 Mio. € angefallen, so dass die operativen Kosten bei insgesamt 2,07 Mio. € lagen. Für das Gesamtjahr 2015 rechnen wir mit operativen Kosten in Höhe von 4,14 Mio. €. Bei erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 0,70 Mio. € wird damit erwartungsgemäß der operative Break-Even noch nicht erreicht. Auf Gesamtjahresbasis dürfte erst im Geschäftsjahr 2017 mit einem prognostizierten EBIT in Höhe von 0,40 Mio. € ein positives operatives Ergebnisniveau erreicht werden.

EBIT-Prognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die EBIT-Prognose stellt die Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell dar. Mittel- bis langfristig dürfte die SYGNIS AG in der Lage sein, ein EBIT-Margenniveau von deutlich über 50,0 % zu erreichen. Dies ist ein Beleg für das stark skalierbare Geschäftsmodell zu verstehen.

Modellannahmen

Die SYGNIS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 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 60,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 15,0 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einem Mindestzinssatz von 2,0 %) 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 1,50 % (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 (bisher: 1,76).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,20 % (bisher: 11,70 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,31 % (bisher: 10,74 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,31 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 3,75 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 4,05 € etwas reduziert. Die Kurszielminderung ist dabei ausschließlich der im Rahmen dieser Studie vorgenommenen Reduktion der Umsatz- und Ergebnisprognosen, als Resultat der Verschiebung der Vermarktungsumsätze, geschuldet.

DCF-Modell

SYGNIS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	15,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	62,0%	ewige EBITA - Marge	62,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,7%	effektive Steuerquote im Endwert	27,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	0,70	2,75	4,80	7,16	8,23	9,46	10,88	12,50	
US Veränderung	78,6%	292,9%	74,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,32	1,02	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	1,57	
EBITDA	-3,09	-0,56	0,66	4,44	5,10	5,87	6,74	7,75	
EBITDA-Marge	-441,4%	-20,4%	13,8%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	62,0%	
EBITA	-3,44	-0,82	0,40	4,17	4,71	5,41	6,22	7,15	
EBITA-Marge	-491,4%	-29,6%	8,3%	58,3%	57,2%	57,2%	57,2%	57,2%	62,9%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,03	-0,63	-0,71	-0,81	-0,93	-1,07	
zu EBITA	0,0%	0,0%	7,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	27,0%
EBI (NOPLAT)	-3,44	-0,82	0,37	3,55	4,00	4,60	5,29	6,08	
Kapitalrendite	-377,6%	-40,8%	12,8%	105,9%	79,2%	79,2%	79,2%	79,2%	67,0%
Working Capital (WC)	-0,20	0,20	0,30	0,50	0,58	0,66	0,76	0,88	
WC zu Umsatz	-28,6%	7,3%	6,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	-0,75	-0,40	-0,10	-0,20	-0,07	-0,09	-0,10	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,20	2,70	3,05	4,55	5,23	6,01	6,91	7,94	
AFA auf OAV	-0,35	-0,26	-0,26	-0,26	-0,39	-0,45	-0,52	-0,60	
AFA zu OAV	15,9%	9,4%	8,5%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	
Investitionen in OAV	-0,69	-0,76	-0,61	-1,76	-1,07	-1,24	-1,42	-1,63	
Investiertes Kapital	2,00	2,90	3,35	5,05	5,81	6,67	7,67	8,82	
EBITDA	-3,09	-0,56	0,66	4,44	5,10	5,87	6,74	7,75	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	-0,03	-0,63	-0,71	-0,81	-0,93	-1,07	
Investitionen gesamt	-1,44	-1,16	-0,71	-1,97	-1,15	-1,32	-1,52	-1,75	
Investitionen in OAV	-0,69	-0,76	-0,61	-1,76	-1,07	-1,24	-1,42	-1,63	
Investitionen in WC	-0,75	-0,40	-0,10	-0,20	-0,07	-0,09	-0,10	-0,11	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-4,53	-1,72	-0,08	1,85	3,25	3,73	4,29	4,93	77,25

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	47,97	54,63
Barwert expliziter FCFs	9,10	11,75
Barwert des Continuing Value	38,87	42,88
Nettoschulden (Net debt)	2,78	4,59
Wert des Eigenkapitals	45,19	50,04
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	45,19	50,04
Ausstehende Aktien in Mio.	13,35	13,35
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,39	3,75

Kapitalkostenermittlung:

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

WACC **10,3%**

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%
65,0%	4,35	3,97	3,65	3,37	3,13
66,0%	4,41	4,03	3,70	3,42	3,17
67,0%	4,47	4,08	3,75	3,46	3,21
68,0%	4,53	4,14	3,80	3,51	3,26
69,0%	4,59	4,19	3,85	3,56	3,30

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte im Nachgang des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers der Finanzanalyse
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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