



Researchstudie (Anno)

SYZYGY AG



**„Ergebniswachstum rückt zunehmend in den Vordergrund;
Weiterhin zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz erwartet;
Dividendenrendite liegt bei 4,0 %“**

Kursziel: 12,40 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18**

SYZYG AG^{*5a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 12,40

aktueller Kurs: 9,20
5.4.2016 / XETRA-Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,828
Marketcap³: 118,03
EnterpriseValue³: 93,06
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,5 %

Transparenzlevel:

Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 481 Stand: 31.12.2015

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Andrew Stevens, Erwin Greiner,
Lars Lehne



SYZYG ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, München, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 500 Mitarbeiter und umfasst neun Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZYG Deutschland GmbH und SYZYG UK Ltd. entwickeln Webpräsenzen, Online-Kampagnen und Plattformen („Design & Build“). unquedigital GmbH, Unique Digital Marketing Ltd. und SYZYG Digital Marketing Inc. bieten ihren Kunden u.a. Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Social-Media-Strategien an. Das Design-Studio Hi-ReS! steht für die Entwicklung digitaler Lebenswelten und gilt als renommierte Adresse für Internet-Projekte. Im Zuge der Unternehmensentwicklung wurde Hi-ReS! Berlin GmbH gegründet. Zudem wird eine 70%ige Beteiligung am polnischen Designstudio Ars Thanea gehalten. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören unter anderen AVIS, BMW, comdirect, Commerzbank, Continental, Daimler, Deutsche Bank, Fleurop, KfW Bankengruppe, Mazda, o2, Techniker Krankenkasse etc.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016e | 31.12.2017e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 47,08 | 57,31 | 63,83 | 71,49 |
| EBITDA | 6,40 | 7,39 | 7,62 | 8,97 |
| EBIT | 3,84 | 5,27 | 6,40 | 7,72 |
| Jahresüberschuss | 4,40 | 4,64 | 5,46 | 6,06 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,34 | 0,36 | 0,43 | 0,47 |
| Dividende je Aktie | 0,35 | 0,37 | 0,40 | 0,43 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 1,98 | 1,62 | 1,46 | 1,30 |
| EV/EBITDA | 14,54 | 12,59 | 12,21 | 10,37 |
| EV/EBIT | 24,23 | 17,66 | 14,54 | 12,05 |
| KGV | 26,83 | 25,44 | 21,62 | 19,48 |
| KBV | | 2,31 | | |

Finanztermine

| |
|---|
| 29.04.2016: Veröffentlichung Q1-Bericht |
| 08.07.2016: Hauptversammlung |
| 29.07.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht |
| 07.09.2016: ZKK |
| 28.10.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht |
| 21.11.2016: EK-Forum Frankfurt |

**letzter Research von GBC:

| |
|--|
| Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating |
| 4.2.2016: RG / 11,53 / KAUFEN |
| 28.10.2015: RG / 11,53 / KAUFEN |
| 17.9.2015: RG / 11,53 / KAUFEN |
| 5.8.2015: RG / 9,35 / HALTEN |
| 4.5.2015: RG / 9,35 / HALTEN |

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem neuen Rekordwert bei den Umsatzerlösen in Höhe von 57,31 Mio. € (VJ: 47,08 Mio. €) und damit einem Umsatzwachstum in Höhe von 21,7 % hat die SYZYGY AG sowohl die eigenen als auch unsere Prognosen übertroffen. Es ist zudem bemerkenswert, dass es der Gesellschaft erneut gelungen ist, ausgehend von einer höheren Umsatzbasis, die hohe Wachstumsdynamik der letzten Jahre beizubehalten. Über die vergangenen fünf Geschäftsjahre hinweg stiegen die Erlöse jährlich um durchschnittlich 16,5 %.
- Sowohl die deutschen Gesellschaften als auch die im Ausland tätigen Tochterunternehmen haben gleichermaßen zum Umsatzwachstum beigetragen. Während die internationalen Umsätze insgesamt um 21,6 % auf 26,73 Mio. € (VJ: 21,98 Mio. €) kletterten, stiegen die deutschen Umsätze um 22,1 % auf 32,69 Mio. € (VJ: 26,78 Mio. €). Hervorzuheben ist dabei die sehr dynamische Entwicklung der amerikanischen Tochtergesellschaft SYZYGY Digital Marketing Inc. dessen Umsätze sich auf 7,42 Mio. € (VJ: 2,89 Mio. €) mehr als verdoppelt haben. Hier wird ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie sichtbar, wonach die Kundenbeziehungen auf weitere Regionen ausgebaut wurden. Die amerikanische Tochtergesellschaft wurde im Zuge des Ausbaus der Kundenbeziehungen mit AVIS auf den US-amerikanischen Markt gegründet. Die deutschen Gesellschaften profitierten dabei, wie auch schon in den Vorjahren, primär von der Gewinnung von Neukunden.
- Analog zum Umsatzanstieg in Höhe von 21,7 % verbesserte sich das EBIT um 37,1 % auf 5,27 Mio. € (VJ: 3,84 Mio. €) überproportional und folglich kletterte die EBIT-Marge auf 9,2 % (VJ 8,2 %). Der EBIT-Margenanstieg lässt sich in erster Linie auf die margenstärkeren Umsätze und damit auf einen Anstieg der Nettomarge auf 29,1 % (VJ: 27,2 %) zurückführen.
- Diese positive Tendenz bei der Nettomarge dürfte sich unseres Erachtens fortsetzen und sich darüber hinaus in einer überproportionalen EBIT-Margenentwicklung wiederfinden. Dabei rechnen wir mit einer im Vergleich zum Umsatzanstieg konstanten Entwicklung bei den Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen, welche in 2015 von Sondereffekten im Zusammenhang mit dem WPP-Übernahmeangebot geprägt waren. Insofern prognostizieren wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 10,0 % (GJ 2016e) sowie auf 10,8 % (GJ 2017e). Umsatzseitig rechnen wir zwar mit einem rückläufigen Wachstumstempo, die SYZYGY sollte jedoch weiterhin zweistellig wachsen.
- In unseren Umsatzprognosen haben wir auch mögliche positive Effekte aus der Zusammenarbeit mit dem neuen Mehrheitseigner, der WPP-Gruppe, berücksichtigt. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit anorganischen Wachstums. Bei einer Nettoliquidität in Höhe von 24,97 Mio. € sowie bei einem Eigenkapital in Höhe von 51,19 Mio. € (EK-Quote: 66,0 %) verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden Spielraum für anorganisches Wachstum.
- **Der auf Grundlage unserer Schätzungen im Rahmen des DCF-Modells errechnete faire Unternehmenswert entspricht 12,40 € je Aktie (bisher: 11,53 €). Die Kurszielanhebung ist in erster Linie auf den erstmaligen Einbezug der 2017er Prognosen zurückzuführen. Darüber hinaus rechnen wir mit einem stärkeren Anstieg der EBIT-Marge als bisher angenommen. Nicht zu vernachlässigen ist zudem die erwartete Dividende in Höhe von 0,37 € je Aktie, was einer hohen Dividendenrendite von 4,0 % entspricht. Aufgrund des hohen Kurspotenzials vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

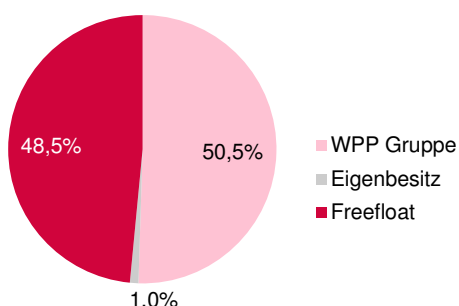
| | |
|---|-----------|
| Executive Summary | 2 |
| Unternehmen | 4 |
| Aktionärsstruktur | 4 |
| Übernahmeangebot der WPP | 4 |
| Konsolidierungskreis | 4 |
| Referenzkunden (Auswahl) | 5 |
| Markt und Marktumfeld | 6 |
| Onlinewerbung in Deutschland | 6 |
| Onlinewerbung in Großbritannien | 7 |
| Unternehmensentwicklung & Prognose | 8 |
| Kennzahlen im Überblick | 8 |
| Geschäftsentwicklung 2015 | 9 |
| Umsatzentwicklung 2015 | 9 |
| Ergebnisentwicklung 2015 | 10 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation | 12 |
| SWOT-Analyse | 13 |
| Prognose und Modellannahmen | 14 |
| Umsatzprognosen 2016 - 2017 | 14 |
| Ergebnisprognosen 2016 – 2017 | 15 |
| Bewertung | 16 |
| Modellannahmen | 16 |
| Bestimmung der Kapitalkosten | 16 |
| Bewertungsergebnis | 16 |
| DCF-Modell | 17 |
| Anhang | 18 |

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

| Anteilseigner | in % |
|---------------|-------|
| WPP Gruppe | 50,5% |
| Eigenbesitz | 1,0% |
| Freefloat | 48,5% |

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

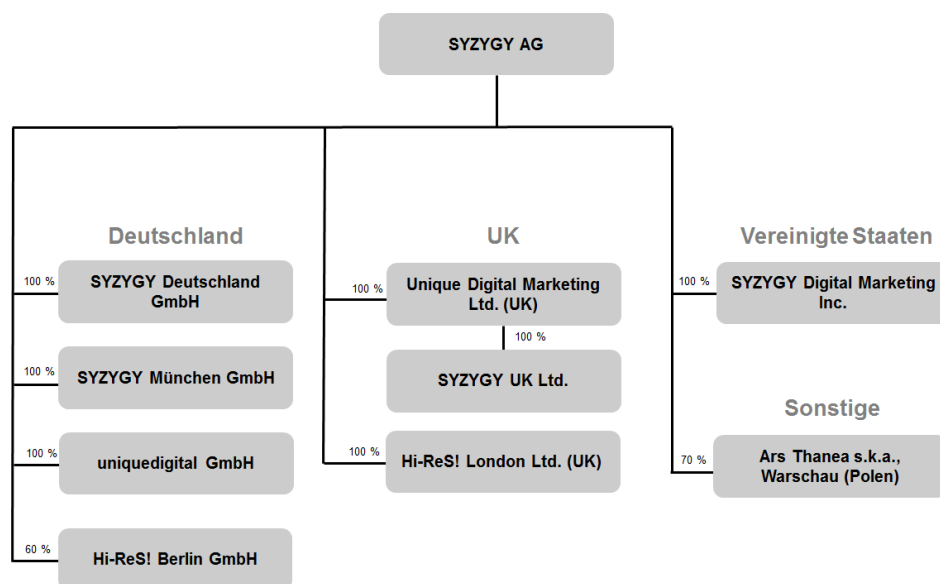


Übernahmeangebot der WPP

Am 07. August 2015 hat der SYZYGY-Großaktionär WPP Jubilee Limited ein freiwilliges Übernahmeangebot an die SYZYGY-Aktionäre abgegeben. Bei einer Annahmefrist bis zum 02. November 2015 hatte die Bietergesellschaft den Angebotspreis auf 9,00 € festgesetzt. Gemäß Angebotsunterlage steht im Vordergrund des freiwilligen Übernahmeangebots eine stärkere Zusammenarbeit des WPP-Konzerns und der SYZYGY-Gruppe. Dabei stellt die SYZYGY-Gruppe als Spezialist im Bereich Online-Marketing eine sinnvolle Ergänzung des auf Marketing, Kommunikationsdienstleistungen und Marktforschung ausgerichteten englischen WPP-Konzerns dar. Gleichzeitig soll die SYZYGY in Form einer vergrößerten Kunden- und damit Auftragsbasis profitieren.

Besonders hervorzuheben ist dabei die Aussage in der Angebotsunterlage, wonach für die Aktionäre keine Änderungen hinsichtlich eines möglichen Delisting oder Downgradings der SYZYGY-Aktie geplant ist. Durch das freiwillige Übernahmeangebot erhöhte sich die Beteiligungsquote der WPP-Gruppe von zuvor 30,0 % auf den aktuellen Anteil in Höhe von 50,5 %.

Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Als internationale Agenturgruppe für digitales Marketing vereint die Konzernobergesellschaft **SYZYGY AG** insgesamt neun operativ tätige Tochtergesellschaften, womit eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet ist. Entsprechend der

Segmentaufteilung der SYZYGY-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „Großbritannien“ sowie „sonstige Segmente“ unterteilt.

Die in Deutschland bzw. die in Großbritannien tätigen Konzerngesellschaften **SYZYGY Deutschland GmbH**, **SYZYGY München GmbH**, **Hi-ReS! Berlin GmbH** und **SYZYGY UK Ltd.** sind im Bereich der digitalen Kommunikation tätig. Hierzu gehört die Entwicklung internationaler Webpräsenzen und Plattformen für die SYZYGY-Kunden.

Der „Online Media“-Bereich wird von den Gesellschaften **uniquedigital GmbH** (Deutschland), **Unique Digital Marketing Ltd.** (Großbritannien) und **SYZYGY Digital Marketing Inc.** (USA) abgedeckt. Hierbei werden die Bereiche Online Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und Suchmaschinenoptimierung, Affiliate Marketing und Social Media abgedeckt. Darüber hinaus werden Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Web-Analyse, Conversion Optimierung (Optimierung des Besucherverhaltens auf Webseiten), oder Cross-Channel Management (Vermarktung von Produkten über verschiedene Kanäle) angeboten.

Die Tochtergesellschaft **Hi-ReS! London Ltd** fungiert in erster Linie als interner Dienstleister für die übrigen SYZYGY-Konzerngesellschaften. Darüber hinaus ist das renommierte Designstudio für die kundenunabhängige Erarbeitung innovativer Konzepte verantwortlich.

Komplettiert wird das Geschäftsmodell vom polnischen Designstudio **Ars Thanea s.k.a.**, welches sich bei digitalen Illustrationen, Motion Design und Interactive Design ein weltweites Renommee aufgebaut hat.

Referenzkunden (Auswahl)

Die Dienstleistungen und Produkte der SYZYGY Gruppe werden von einem namhaften, branchenübergreifenden Kundenstamm in Anspruch genommen:



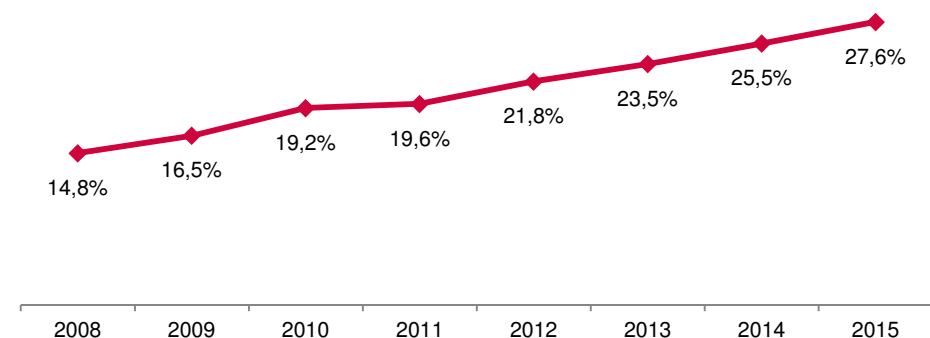
MARKT UND MARKTUMFELD

Das Produkt- und Dienstleistungsspektrum der SYZYGY-Gruppe deckt alle relevanten Bereiche des Onlinemarketings und somit in der digitalen Werbung ab. Damit hat sich die SYZYGY-Gruppe sowohl in Deutschland als auch international im wachstumsstärksten Bereich innerhalb der Werbebranche positioniert, welcher von einem zunehmend höheren Stellenwert des Internets innerhalb der Unternehmenskommunikation und damit von einer Umleitung der Werbebudgets in den Onlinebereich profitiert.

Onlinewerbung in Deutschland

Belegt wird das dynamische Umsatzwachstum der Onlinewerbung durch den weiteren Bedeutungsgewinn innerhalb des Mediamix. Gemäß Daten des OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW) entfallen in Deutschland derzeit 27,6 % der Gesamtwerbeumsätze auf den Onlinebereich und damit nur um 1,0 % weniger als auf den wichtigsten Werbeträger „TV“ (28,6 % der Gesamtwerbeumsätze). Im Jahr 2013 lagen die Nettoausgaben für Onlinewerbung um 15,3 % noch deutlich unterhalb der Ausgaben für TV-Werbung, was einen Beleg für den erheblichen Bedeutungsgewinn der Internetwerbung liefert. Hier ist der Umstand, wonach die Werbetreibenden eine gezielte Konsumentenansprache über eine große Bandbreite digitaler Werbeformate vornehmen können, ein wichtiger Faktor für die überdurchschnittliche Entwicklung der Onlinewerbung.

Anteile der Onlinewerbung im Mediamix (in %)



Quelle: OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW); GBC AG

Analog hierzu dürften die Nettoumsätze mit Onlinewerbung gemäß OVK-Prognose um 6,0 % zugelegt haben, nach einem Umsatzwachstum in Höhe von 6,6 % im Vorjahr. Dieser unverändert hohen Wachstumsdynamik der Werbeteilbranche „Online“ steht, gemäß Prognosen des Branchenverbandes ZAW (Zentralverband der Deutschen Werbewirtschaft), in 2015 eine stagnierende Entwicklung der Gesamtwerbbeeinnahmen gegenüber.

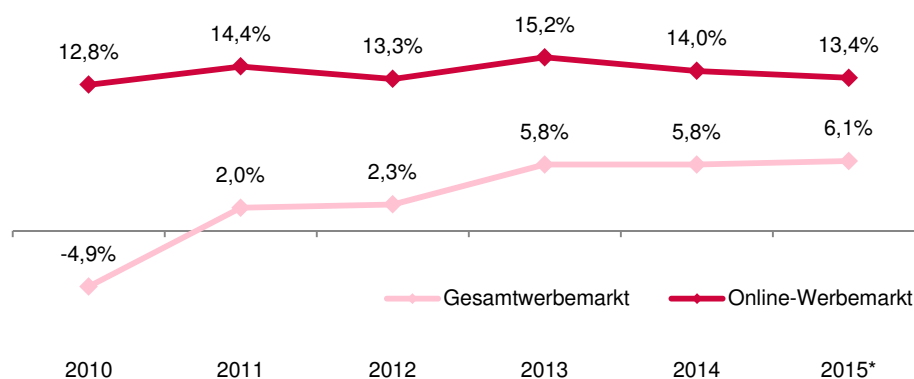
Gerade für digitale Werbung sei das aktuelle Umfeld besonders vielversprechend. So rechnet der OVK für 2016 von einer leichten Beschleunigung des Wachstums mit einem Anstieg der Nettoumsätze um 6,3 %. Neben den positiven gesamtkonjunkturellen Rahmenbedingungen ist die erwartete überproportionale Entwicklung dieses Teilssegments des Werbemarktes zudem auf den wachstumsstarken Mobile-Bereich zurückzuführen. Die Gesamtwerbebranche wird dabei vom antizipierten Wachstum in der Onlinewerbung profitieren und damit, gemäß Prognosen der Hamburger Agenturgruppe JOM, mit etwa 2,0 % zulegen. Nicht zu vernachlässigen sind dabei wichtige Impulse aus der in 2016 stattfindenden Fußball-Europameisterschaft sowie der Olympischen Sommerspiele.

Onlinewerbung in Großbritannien

Für den SYZYGY-Konzern ist Großbritannien, gemessen am Umsatzanteil, die zweitwichtigste Region. Dabei agiert die Gesellschaft in dieser Region in einem vergleichsweise dynamischen Marktumfeld, mit zweistelligen Wachstumsraten der Nettoumsätze in der Onlinewerbung. Die hohe Wachstumsdynamik hat sich gemäß Statistiken des IAB (Internet Advertising Bureau) auch im ersten Halbjahr 2015, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 13,4 % fortgesetzt.

Der Abstand der Onlinewerbung zum Gesamtwerbemarkt, welcher gemäß Prognosen in 2015 um 6,1 % gewachsen sein dürfte, ist in Großbritannien damit ausgeprägter als in Deutschland. Hier erweist sich der Onlinebereich als noch stärkerer Wachstumstreiber für die Gesamtmarktbranche.

Nettoumsatzwachstum in der Werbebranche in Großbritannien ggü. VJ (in %)



Quelle: IAB; AA Advertising Association; GBC AG; *Onlinewerbemarkt: 1.HJ 2015, Gesamtwerbemarkt: Prognose 2015

Die Prognosen für das laufende Jahr sehen ein Gesamtwachstum in Höhe von 5,6 % und damit eine Fortsetzung des relativ hohen Wachstumstempos. Zwar fallen in UK Großereignisse wie die in 2015 stattgefundenen Rugby Weltmeisterschaft weg, auch hier dürften die Fußball-Europameisterschaft sowie die Olympischen Spiele in Rio für zusätzliches Wachstum sorgen. Dabei sollte die Onlinewerbung, mit einem antizipierten Umsatzanstieg in Höhe von 11,3 %, erneut das wachstumsstärkste Untersegment sein.

Die SYZYGY ist mit ihren Tochtergesellschaften, die alle relevanten Segmente im Onlinewerbebereich abdeckt, sowohl in Deutschland als auch international damit im so genannten „Sweet-Spot“ der Werbebranche tätig.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2013 | GJ 2014 | GJ 2015 | GJ 2016e | GJ 2017e |
|----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 35,03 | 47,08 | 57,31 | 63,83 | 71,49 |
| Einstandskosten | -26,00 | -34,29 | -40,62 | -45,23 | -50,58 |
| Nettoergebnis | 9,03 | 12,79 | 16,70 | 18,61 | 20,91 |
| Vertriebs- und Marketingkosten | -3,33 | -4,33 | -6,15 | -6,45 | -7,01 |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -4,00 | -5,13 | -6,21 | -6,38 | -6,43 |
| sonstiges betriebliches Ergebnis | 0,33 | 0,51 | 0,93 | 0,62 | 0,25 |
| EBIT | 2,02 | 3,84 | 5,27 | 6,40 | 7,72 |
| Finanzergebnis | 2,12 | 2,16 | 1,98 | 1,50 | 1,25 |
| EBT | 4,15 | 6,00 | 7,24 | 7,90 | 8,97 |
| Steuern | -0,79 | -1,26 | -2,38 | -2,21 | -2,51 |
| Nachsteuerergebnis | 3,36 | 4,74 | 4,86 | 5,69 | 6,46 |
| Minderheitenanteile | -0,02 | -0,34 | -0,23 | -0,23 | -0,40 |
| Jahresüberschuss | 3,34 | 4,40 | 4,64 | 5,46 | 6,06 |
| EBITDA | 2,78 | 6,40 | 7,39 | 7,62 | 8,97 |
| <i>in % der Umsatzerlöse</i> | 7,9% | 13,6% | 12,9% | 11,9% | 12,5% |
| EBIT | 2,02 | 3,84 | 5,27 | 6,40 | 7,72 |
| <i>in % der Umsatzerlöse</i> | 5,8% | 8,2% | 9,2% | 10,0% | 10,8% |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,26 | 0,34 | 0,36 | 0,43 | 0,47 |
| Dividende je Aktie in € | 0,28 | 0,35 | 0,37 | 0,40 | 0,43 |

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2015

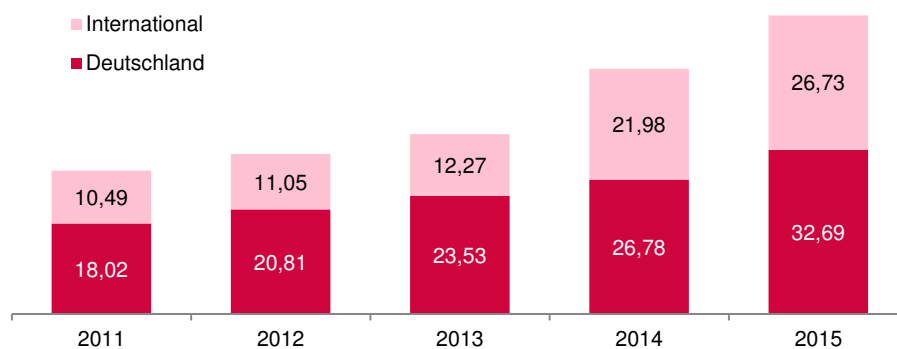
| GuV (in Mio. €) | GJ 2013 | GJ 2014 | GJ 2015 |
|-------------------------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 35,03 | 47,08 | 57,31 |
| davon in Deutschland | 23,53 | 26,78 | 32,69 |
| davon in Großbritannien | 11,87 | 16,33 | 16,30 |
| davon in USA | - | 2,89 | 7,42 |
| davon Sonstige | 0,41 | 2,76 | 3,00 |
| EBITDA | 2,78 | 6,40 | 7,39 |
| EBITDA-Marge | 7,9% | 13,6% | 12,9% |
| EBIT | 2,02 | 3,84 | 5,27 |
| EBIT-Marge | 5,8% | 8,2% | 9,2% |
| Jahresüberschuss | 3,34 | 4,40 | 4,64 |
| EPS in € | 0,26 | 0,35 | 0,37 |

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2015

Erwartungsgemäß hat die SYZYGY-Gruppe mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 21,7 % auf 57,31 Mio. € (VJ: 47,08 Mio. €) erneut einen Rekordwert erzielt. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2014 hatte die Gesellschaft ein organisches Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % auf etwa 55,0 Mio. € in Aussicht gestellt. Damit wurde sowohl die Unternehmens-Guidance als auch unsere Prognose (siehe Researchstudie vom 29.10.15) übertroffen. Es ist darüber hinaus bemerkenswert, dass es dem SYZYGY-Konzern erneut gelungen ist, ausgehend von einer mittlerweile hohen Umsatzbasis, das Wachstumstempo hoch zu halten. Über die vergangenen fünf Geschäftsjahre hinweg wurden die Erlöse jährlich um durchschnittlich 16,5 % ausgeweitet.

Regionale Aufteilung der SYZYGY-Umsätze



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

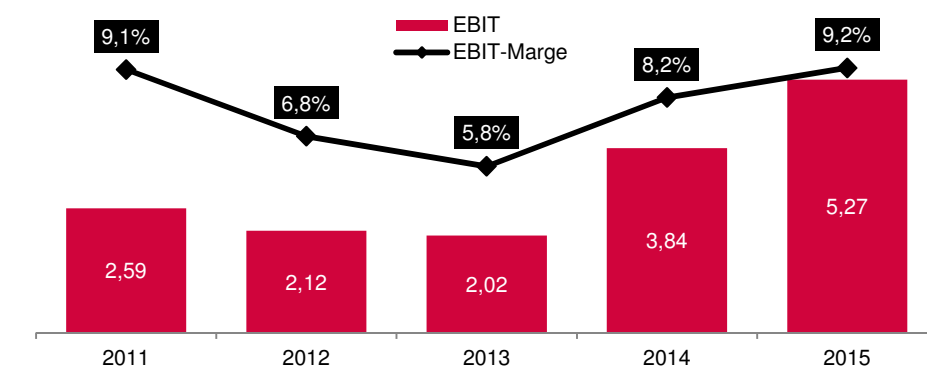
Ein besonderer Faktor der hohen Umsatzdynamik ist die horizontale Ausweitung bestehender Kundenbeziehungen auf noch nicht betreute Regionen. Beispielhaft für diese Strategie ist der Kunde AVIS, welcher die Geschäftsbeziehungen mit der SYZYGY-Gruppe auf den amerikanischen Markt (zuvor: UK) ausgeweitet hat. Im Rahmen dessen wurde im Geschäftsjahr 2013 die Tochtergesellschaft SYZYGY Digital Marketing Inc. gegründet. Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 156,6 % auf 7,42 Mio. € (VJ: 2,89 Mio. €) generiert diese Tochtergesellschaft bereits die höchsten Wachstumsraten innerhalb des SYZYGY-Konzerns. Damit ist das neue regionale Berichtssegment „Vereinigte Staaten“ maßgeblich für das Wachstum der internationalen Umsätze auf 26,73 Mio. € (VJ: 21,98 Mio. €) verantwortlich. Die Umsätze in UK stagnierten hingegen auf 16,30 Mio. € (VJ: 16,33 Mio. €), was unter anderem auf die Verlagerung von Umsatzanteilen in die USA mit dem Kunden AVIS zurückzuführen ist.

Parallel zum Anstieg der internationalen Umsätze in Höhe von 21,6 % kletterten die Erlöse in Deutschland um 22,1 % auf 32,69 Mio. € (VJ: 26,78 Mio. €), so dass das Gesamtumsatzwachstum beiden Umsatzsäulen zuzuordnen ist. Die deutschen Gesellschaften profitierten dabei erneut von Neukundengewinnen (darunter: BMW Motorrad, McDonalds) sowie von einem weiteren Ausbau der Kundenbeziehungen. Mit der Gewinnung des Motorrad-Etats der BMW Group wurde für den Kunden eine neue Gesellschaft in München (SYZGY München GmbH) im August 2015 gegründet.

Ergebnisentwicklung 2015

Anlässlich der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2014 hatte die SYZGY für das Geschäftsjahr 2015 eine überproportionale EBIT-Entwicklung in Aussicht gestellt. Mit einem signifikanten EBIT-Anstieg in Höhe von 37,1 % auf 5,27 Mio. € (VJ: 3,84 Mio. €) und einer daraus resultierenden höheren EBIT-Marge in Höhe von 9,2 % (VJ: 8,2 %) wurde die Unternehmens-Guidance vollumfänglich erfüllt. Mit diesem neuen Rekordwert hat sich die Gesellschaft zudem weiter an die historischen zweistelligen Margenniveaus angenähert:

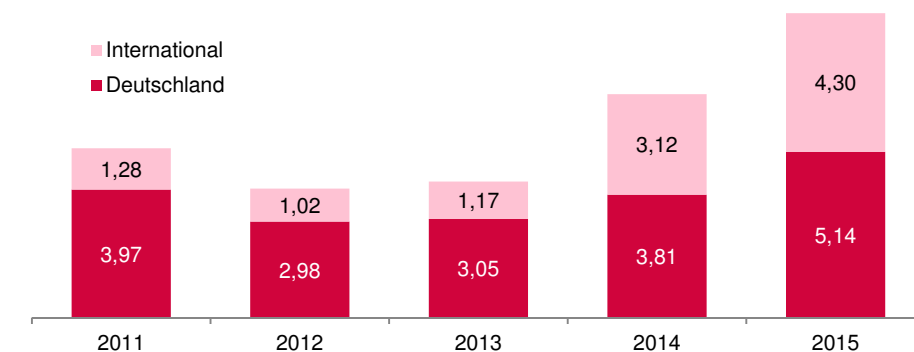
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Auf Kostenebene stammt die deutliche Rentabilitätsverbesserung primär aus dem Rückgang der direkt den Umsätzen zurechenbaren Einstandskosten, welche im Vergleich zum Umsatz nur unterproportional um 18,5 % auf 40,62 Mio. € (VJ: 34,29 Mio. €) angestiegen sind und damit eine Verbesserung der Nettomarge auf 29,1 % (VJ: 27,2 %) zur Folge hatten. Der Rückgang bei der variablen Einstandskostenquote hat die überproportionale Entwicklung der Overheadkosten (Vertrieb, Verwaltung, sonstige) mehr als kompensiert. Diese kletterten insbesondere aufgrund Sonderbelastungen im Zusammenhang mit dem WPP-Übernahmeangebot um 33,2 % auf 13,28 Mio. € (VJ: 9,97 Mio. €).

Regionale Aufteilung des SYZGY-EBIT



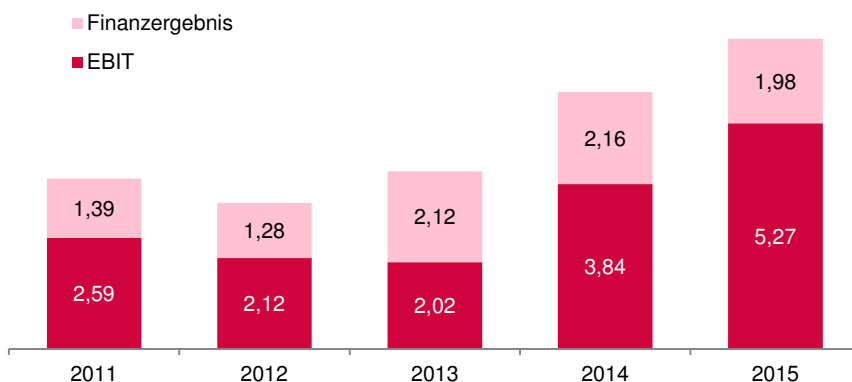
Quelle: SYZGY AG; GBC AG

In der regionalen EBIT-Aufteilung wird es ersichtlich, dass sowohl die deutschen (+1,34 Mio. €) als auch die ausländischen Tochtergesellschaften (+1,18 Mio. €) nahezu gleichermaßen zum EBIT-Wachstum beigetragen haben. Der EBIT-Beitrag der amerikanischen SYZGY Digital Marketing Inc. hat mit 2,13 Mio. € (VJ: 0,19 Mio. €) die EBIT-Schwäche der UK-Tochtergesellschaften in Höhe von 1,93 Mio. € (VJ: 2,43 Mio. €) überkompensiert. Neben der Verlagerung von Umsatzanteilen in das Segment „Vereinigte Staaten“ ist die geringere Rentabilität der UK-Töchter auf eine nachhaltige Verlustsituation von Hi-ReS! London Ltd. zurückzuführen.

Wie auch schon im Vorjahr lagen im Geschäftsjahr 2015 sowohl positive als auch ergebnisbelastende Sondereffekte vor, welche sich jedoch gegenseitig nahezu ausgeglichen haben. Dabei wurde der Firmenwert der Hi-ReS! London Ltd. aufgrund einer schwachen Geschäftsentwicklung um 0,97 Mio. € ergebniswirksam vollständig abgeschrieben. Parallel hierzu wurde eine ergebniserhöhende Abwertung von Earn-Out-Verbindlichkeiten bei der Tochtergesellschaft Ars Thanea in Höhe von 1,03 Mio. € vorgenommen. Beide Sondereffekte summieren sich demnach auf -0,06 Mio. €, so dass wir bei der Ergebnisanalyse auf Bereinigungen verzichten können.

Unter Berücksichtigung dieser Effekte erzielte die SYZGY Gruppe ein gegenüber dem Vorjahr um 20,7 % höheres Vorsteuerergebnis in Höhe von 7,24 Mio. € (VJ: 6,00 Mio. €). Neben der positiven operativen Entwicklung war das Management der Gesellschaft erneut in der Lage, ein signifikantes Finanzergebnis in Höhe von 1,98 Mio. € (VJ: 2,16 Mio. €) zu erzielen, was bezogen auf den durchschnittlichen Liquiditätsbestand eine unverändert hohe Rendite von 6,6 % (VJ: 7,7 %) bedeutet.

Bestandteile Vorsteuerergebnis (in Mio. €)



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Beim Nachsteuerergebnis gilt es die deutlich höheren ausländischen Steuersätze zu berücksichtigen. So werden kommunale Steuern im Bundesstaat New York erhoben, wodurch sich im Segment „Vereinigte Staaten“ ein effektiver Steuersatz von 45,0 % ergibt. Aufgrund des hohen Ergebnisbeitrags der Tochtergesellschaft SYZGY Digital Marketing Inc. kletterte der konzernweite Steuersatz auf 32,8 % (VJ: 21,0 %). Das Nachsteuerergebnis erhöhte sich damit im Vergleich zum Umsatz nur unterproportional um 5,5 % auf 4,64 Mio. € (VJ: 4,40 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Situation

| in Mio. € | 31.12.2013 | 31.12.2014 | 31.12.2015 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 48,92 | 50,94 | 51,19 |
| EK-Quote (in %) | 74,0% | 61,0% | 66,0% |
| Operatives Anlagevermögen | 2,66 | 3,34 | 3,35 |
| Working Capital | 1,19 | -7,78 | 0,17 |
| Net Debt | -25,81 | -32,32 | -24,97 |
| Cashflow - operativ | 1,29 | 14,41 | -2,42 |
| Cashflow – Investition | 2,98 | -5,31 | -2,82 |
| Cashflow - Finanzierung | -3,64 | -3,78 | -4,44 |

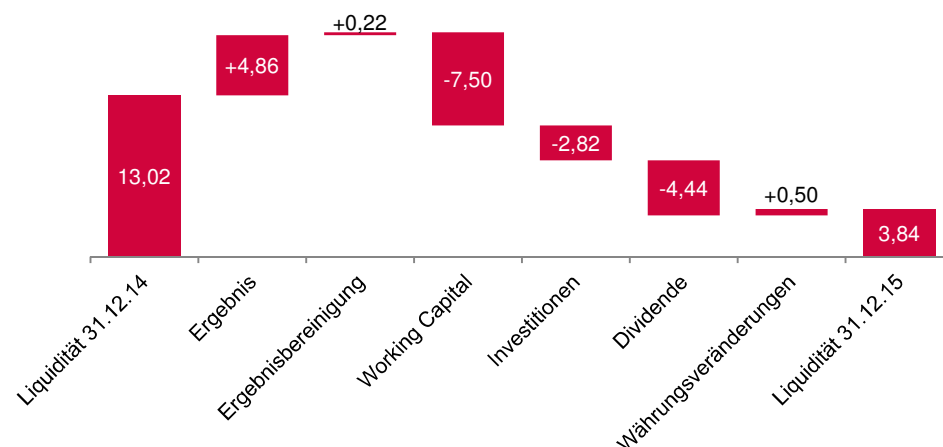
Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Das typisch sehr solide Bilanzbild der SYZGY wird auch zum Geschäftsjahresende 2015 sichtbar. Bei einem aufgrund der Dividendenausschüttung (4,44 Mio. €) nahezu unveränderten Eigenkapital in Höhe von 51,19 Mio. € (31.12.14: 50,94 Mio. €), beträgt die Eigenkapitalquote 66,0 % (31.12.14: 61,0 %). Die Erhöhung der Eigenkapitalquote beruht dabei ausschließlich auf einer stichtagsbedingten Reduktion der Bilanzsumme.

Die auf 77,54 Mio. € (31.12.14: 83,45 Mio. €) erfolgte Bilanzverkürzung resultiert insbesondere aus der liquiditätswirksamen und stichtagsbedingten Rückführung kurzfristiger Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen. Während sich dadurch auf der Passivseite die kurzfristigen Verbindlichkeiten auf insgesamt 23,86 Mio. € (31.12.14: 28,93 Mio. €) minderten, reduzierte sich aktivseitig das kurzfristige Vermögen auf 47,18 Mio. € (31.12.14: 52,88 Mio. €).

Innerhalb des kurzfristigen Vermögens ist insbesondere der Rückgang der liquiden Mittel auf 3,84 Mio. € (31.12.14: 13,02 Mio. €) auffällig:

Liquiditätsbrücke (in Mio. €)



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Es wird ersichtlich, dass dem Liquiditätszugang aus dem operativen Geschäft maßgeblich der stichtagsbezogene Anstieg des Working Capitals sowie die Dividendenauszahlung gegenüber stehen. Damit stufen wir den Rückgang der liquiden Mittel als temporär ein und diese sollten sich mit einer erwarteten Reduktion des Working Capitals wieder normalisieren. Unter Einbezug der Wertpapiere des Umlaufvermögens verfügt die SYZGY über kurzfristige liquide Mittel in Höhe von insgesamt 26,79 Mio. € (31.12.14: 35,17 Mio. €).

SWOT-Analyse

| Stärken | Schwächen |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Die SYZGY-Gruppe verfügt über einen umfangreichen TrackRecord und einen namhaften Kundenbestand. • Die Werbekampagnen der SYZGY-Gruppe sind regelmäßig prämiert worden, was einen aussagekräftigen Hinweis auf die kreative Leistung liefert. • Die Bilanzrelationen sind sehr solide. So verfügt die SYZGY über eine Nettoliquidität in Höhe von 26,78 Mio. € und eine EK-Quote in Höhe von 66,0 %. • Die SYZGY weist keine Bankverbindlichkeiten auf und ist damit von Kreditinstituten unabhängig. • Ein Austausch der SYZGY als Dienstleister ist für viele Kunden nur mit hohem Aufwand zu bewerkstelligen. • Durch ein aktives Treasury Management wird eine hohe Rendite auf die bestehende Liquidität erzielt. | <ul style="list-style-type: none"> • Mittlerweile liegt der Anteil der Umsatzerlöse mit der Automotive-Branche bei 40 %. Damit weist die Gesellschaft eine Abhängigkeit zu dieser Branche auf. • Die Verträge sind üblicherweise nicht mit langen Laufzeiten ausgestattet (in der Regel handelt es sich um Einzelverträge). |
| Chancen | Risiken |
| <ul style="list-style-type: none"> • Die hohe Nettoliquidität in Höhe von 32,32 Mio. € ist ein wichtiges Argument bei der Neukundengewinnung. (Sicherheit für die SYZGY-Kunden ist gewährleistet). • Weitere Akquisitionen sind angesichts des umfangreichen Liquiditätsbestandes möglich und Teil der Unternehmensstrategie. • Alle Teilbereiche des Online-Werbemarktes sind von starken Wachstumsraten geprägt. Die SYZGY-Gruppe ist im „Sweet-Spot“ der Werbebranche positioniert. | <ul style="list-style-type: none"> • Ein Wegfall wichtiger Kunden würde sich negativ auf die Geschäftsentwicklung auswirken. • Da rund 61 % des Umsatzes mit den zehn größten Kunden generiert wird, besteht hier ein Klumpenrisiko. • Aufgrund der breiten Öffentlichkeitswirkung der SYZGY-Aufträge besteht das Risiko eines Imageschadens bei Qualitätsmängeln. • Unternehmensakquisitionen könnten sich nicht wie erwartet entwickeln bzw. geringere Synergieeffekte nach sich ziehen. |

Prognose und Modellannahmen

| GuV (in Mio. €) | GJ 2015 | GJ 2016e | GJ 2017e |
|---------------------|---------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 57,31 | 63,83 | 71,49 |
| EBITDA | 7,39 | 7,62 | 8,97 |
| <i>EBITDA-Marge</i> | 12,9% | 11,9% | 12,5% |
| EBIT | 5,27 | 6,40 | 7,72 |
| <i>EBIT-Marge</i> | 9,2% | 10,0% | 10,8% |
| Jahresüberschuss | 4,64 | 5,46 | 6,06 |
| EPS in € | 0,36 | 0,43 | 0,47 |

Quelle: GBC AG

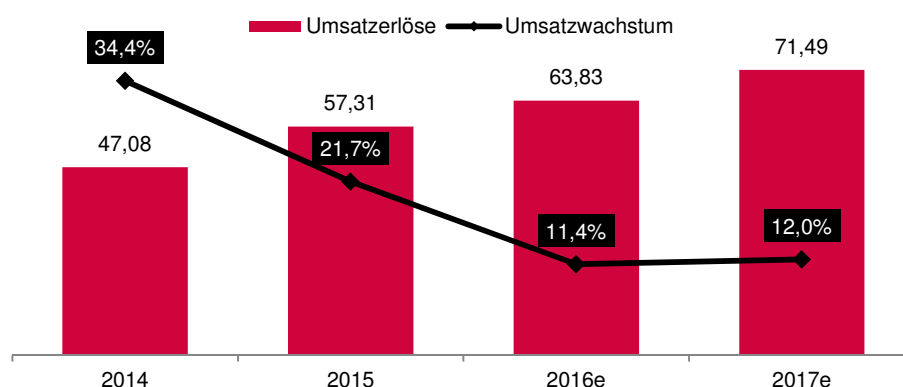
Umsatzprognosen 2016 - 2017

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die SYZYG sowohl international als auch in Deutschland von der Ausweitung bestehender Kundenbeziehungen sowie von Neukundenakquisitionen profitiert und damit ein sehr dynamisches Umsatzwachstum in Höhe von 21,7 % erwirtschaftet. Mit der damit über den Erwartungen liegenden Umsatzentwicklung wurde die Basis für die kommenden Geschäftsjahre gelegt.

Für das laufende Geschäftsjahr 2016 rechnen wir mit einer Fortsetzung des Umsatzwachstums im internationalen Geschäft, wenngleich dieses unserer Ansicht nach etwas weniger dynamisch ausfallen sollte. Neben Basiseffekten rechnen wir mit einer Verlangsamung bei der Ausweitung der Kundenbeziehungen auf andere Regionen (siehe AVIS und Mazda), welche sich in den letzten Jahren als ein besonders wichtiger Umsatztreiber erwiesen haben. Hier hat die Gesellschaft bereits wichtige Märkte abgedeckt und damit die allgemeine Umsatzbasis angehoben. Sowohl in Deutschland als auch international dürfte daher die Gewinnung von Neukunden im Fokus der Geschäftstätigkeit liegen.

Mögliche Wachstumsimpulse könnten aber auch aus einer intensiveren Zusammenarbeit mit der WPP Gruppe, dem Mehrheitseigner der SYZYG generiert werden. Gemäß Angebotsunterlage ist dabei eine stärkere Zusammenarbeit mit SYZYG und insbesondere eine stärkere Kooperation in Bezug auf die Kunden der beiden Unternehmensgruppen beabsichtigt. So sollen den Kunden des WPP-Konzerns auch Dienstleistungen der SYZYG angeboten werden, was in Konsequenz eine Erhöhung der Kunden- und damit der Umsatzbasis bei der SYZYG zur Folge hätte. Der WPP-Konzern ist eine weltweit führende Unternehmensgruppe im Bereich Marketing, Kommunikationsdienstleistungen und Marktforschung. Insgesamt beschäftigt der WPP-Konzern in seinen mehr als 3.000 Büros fast 190.000 Arbeitnehmer.

Erwartete Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)



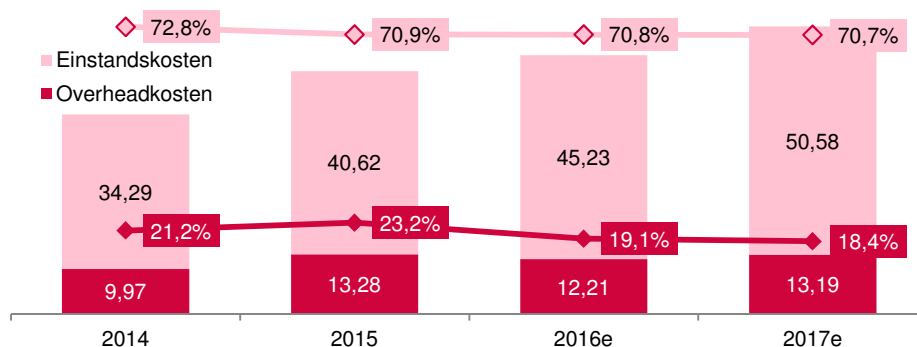
Quelle: GBC AG

Ohnehin ist die SYZGY in einem sehr wachstumsstarken Teilbereich der Werbebranche positioniert und dürfte weiterhin von der nachhaltigen Verschiebung der Marketingbudgets in die digitalen Kanäle profitieren. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 11,4 % auf 63,83 Mio. €, was in etwa der erfahrungsgemäß konservativen Unternehmens-Guidance entspricht. Die SYZGY rechnet für 2016 mit Umsatzerlösen in Höhe von mehr als 63,0 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr rechnen wir mit einer nahezu gleichbleibenden Wachstumsdynamik und einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,0 % auf 71,49 Mio. €.

Ergebnisprognosen 2016 – 2017

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 wurde die EBIT-Marge trotz eines Anstiegs bei den so genannten Overheadkosten auf 9,2 % (VJ: 8,2 %) weiter ausgebaut. Der EBIT-Margenanstieg lässt sich in erster Linie auf die margenstärkeren Umsätze und damit auf einen Anstieg der Nettomarge auf 29,1 % (VJ: 27,2 %) zurückführen. Diese Tendenz bei der Nettomarge dürfte sich unseres Erachtens fortsetzen und sich darüber hinaus in einer überproportionalen EBIT-Margenentwicklung wiederfinden. Dabei rechnen wir mit einer im Vergleich zum Umsatzanstieg konstanten Entwicklung bei den Vertriebs- und Verwaltungsaufwendungen, welche in 2015 von Sondereffekten im Zusammenhang mit dem WPP-Übernahmeangebot geprägt waren.

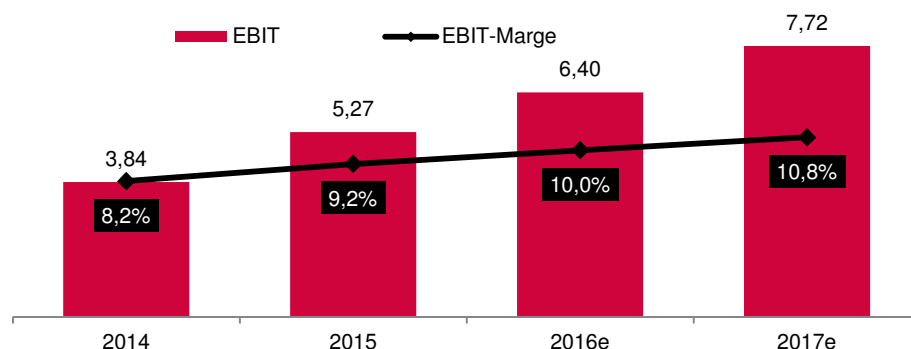
Einstands- und Overheadkosten (in Mio. €) und Kostenquoten (in %)



Quelle: GBC AG

Dementsprechend sollte die von uns antizipierte EBIT-Marge in Höhe von 10,0 % (GJ 2016e) respektive 10,8 % (GJ 2017e) gut zu erreichen sein. In der Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells nehmen wir vor dem Hintergrund erwarteter Skaleneffekte einen leichten weiteren Anstieg bei der EBIT-Marge an.

Erwartetes EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: GBC AG

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SYZGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 13,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 28,0 % 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 SYZGY 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.

Der risikolose Zinssatz wird 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 %.**

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 1,15 (bisher: 1,18). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,78) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,83 % (bisher: 7,98 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,83 % (bisher: 7,98 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,98 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 12,40 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 11,53 € nach oben hin angepasst.

DCF-Modell

SYZGY 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 | 13,0% | ewige EBITA - Marge | 12,0% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 30,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 28,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 0,1% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|---------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| | GJ 16e | GJ 17e | GJ 18e | GJ 19e | GJ 20e | GJ 21e | GJ 22e | GJ 23e | |
| in Mio. EUR | | | | | | | | | |
| Umsatz (US) | 63,83 | 71,49 | 75,78 | 80,33 | 85,15 | 90,26 | 95,67 | 101,42 | |
| US Veränderung | 11,4% | 12,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 2,5% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 18,77 | 21,34 | 23,10 | 23,10 | 23,10 | 23,10 | 23,10 | 23,10 | |
| EBITDA | 7,62 | 8,97 | 9,85 | 10,44 | 11,07 | 11,73 | 12,44 | 13,18 | |
| EBITDA-Marge | 11,9% | 12,5% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | 13,0% | |
| EBITA | 6,40 | 7,72 | 8,85 | 9,46 | 10,03 | 10,63 | 11,27 | 11,94 | |
| EBITA-Marge | 10,0% | 10,8% | 11,7% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 12,0% |
| Steuern auf EBITA zu EBITA | -1,79 | -2,16 | -2,48 | -2,65 | -2,81 | -2,98 | -3,15 | -3,34 | |
| EBI (NOPLAT) | 4,61 | 5,56 | 6,37 | 6,81 | 7,22 | 7,65 | 8,11 | 8,60 | |
| Kapitalrendite | 130,9% | -926,5% | 271,1% | 202,9% | 202,9% | 202,9% | 202,9% | 202,9% | 200,1% |
| Working Capital (WC) | -4,00 | -1,00 | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,09 | 0,10 | 0,10 | |
| WC zu Umsatz | -6,3% | -1,4% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | |
| Investitionen in WC | 4,17 | -3,00 | -1,08 | 0,00 | 0,00 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 3,40 | 3,35 | 3,28 | 3,48 | 3,69 | 3,91 | 4,14 | 4,39 | |
| AFA auf OAV | -1,22 | -1,25 | -1,01 | -0,98 | -1,04 | -1,11 | -1,17 | -1,24 | |
| AFA zu OAV | 35,9% | 37,3% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | |
| Investitionen in OAV | -1,28 | -1,20 | -0,94 | -1,18 | -1,25 | -1,33 | -1,41 | -1,49 | |
| Investiertes Kapital | -0,60 | 2,35 | 3,36 | 3,56 | 3,77 | 4,00 | 4,24 | 4,49 | |
| EBITDA | 7,62 | 8,97 | 9,85 | 10,44 | 11,07 | 11,73 | 12,44 | 13,18 | |
| Steuern auf EBITA | -1,79 | -2,16 | -2,48 | -2,65 | -2,81 | -2,98 | -3,15 | -3,34 | |
| Investitionen gesamt | 2,90 | -4,20 | -2,01 | -3,53 | -1,26 | -1,33 | -1,41 | -1,50 | |
| Investitionen in OAV | -1,28 | -1,20 | -0,94 | -1,18 | -1,25 | -1,33 | -1,41 | -1,49 | |
| Investitionen in WC | 4,17 | -3,00 | -1,08 | 0,00 | 0,00 | -0,01 | -0,01 | -0,01 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | -2,34 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 8,72 | 2,61 | 5,36 | 4,27 | 7,01 | 7,43 | 7,87 | 8,34 | 166,54 |

| | | |
|-------------------------------------|--------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 128,91 | 136,39 |
| Barwert expliziter FCFs | 30,65 | 30,44 |
| Barwert des Continuing Value | 98,27 | 105,96 |
| Nettoschulden (Net debt) | -30,45 | -29,18 |
| Wert des Eigenkapitals | 159,36 | 165,57 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,33 | -0,34 |
| Wert des Aktienkapitals | 159,04 | 165,24 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 12,83 | 12,83 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 12,40 | 12,88 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 1,5% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,15 |
| Eigenkapitalkosten | 7,8% |
| Zielgewichtung | 100,0% |
| Fremdkapitalkosten | 4,5% |
| Zielgewichtung | 0,0% |
| Taxshield | 25,0% |
| WACC | 7,8% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 6,8% | 7,3% | 7,8% | 8,3% | 8,8% |
| 198,6% | 14,73 | 13,40 | 12,34 | 11,47 | 10,74 |
| 199,3% | 14,77 | 13,44 | 12,37 | 11,49 | 10,76 |
| 200,1% | 14,80 | 13,47 | 12,40 | 11,52 | 10,78 |
| ### | 14,84 | 13,50 | 12,43 | 11,54 | 10,81 |
| 201,6% | 14,88 | 13,54 | 12,46 | 11,57 | 10,83 |

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,7,11)

§ 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 eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (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 möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. 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) und Jörg Grunwald.

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