



Researchstudie (Update)

SYZYGY AG



**Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis erreicht;
Weiteres organisches und anorganisches Wachstum in Sicht**

Kursziel: 12,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

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

KAUFEN

Kursziel: 12,80

aktueller Kurs: 11,18
4.8.2016/XETRA/16:45 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,828
Marketcap³: 143,42
EnterpriseValue³: 118,44
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 48,9 %

Transparenzlevel:

Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 602 Stand: 30.06.2016

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

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

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 600 Mitarbeiter und umfasst zehn Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZYG Deutschland GmbH, SYZYG München GmbH, SYZYG UK Ltd. und Hi-ReS! Berlin GmbH 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. Zudem wird eine 70%ige Beteiligung am polnischen Designstudio Ars Thanea gehalten. Seit April 2016 wird auch eine 70%ige Mehrheit am Customer Experience Spezialisten USEEDS[®] GmbH gehalten. Zu den Kunden der SYZYG-Gruppe gehören unter anderen AVIS, BMW, comdirect, Commerzbank, Continental, Consorsbank, 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	65,83	75,50
EBITDA	6,40	7,39	7,80	9,18
EBIT	3,84	5,27	6,58	7,93
Jahresüberschuss	4,40	4,64	5,35	5,83

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,34	0,36	0,42	0,45
Dividende je Aktie	0,35	0,37	0,40	0,43

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,52	2,07	1,80	1,57
EV/EBITDA	18,51	16,03	15,19	12,90
EV/EBIT	30,84	22,48	18,00	14,94
KGV	32,59	30,91	26,81	24,60
KBV		2,80		

Finanztermine

07.09.2016: ZKK
28.10.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht
21.11.2016: EK-Forum Frankfurt
07.12.2016: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
3.5.2016: RS / 12,80 / KAUFEN
6.4.2016: RS / 12,40 / KAUFEN
4.2.2016: RS / 11,53 / KAUFEN
28.10.2015: RS / 11,53 / KAUFEN
17.9.2015: RS / 11,53 / 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 SYZYGY-Gruppe hat in den ersten sechs Monaten 2016 sowohl auf Umsatz- als auch auf EBIT-Ebene neue Rekordwerte erzielt. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 11,6 % auf 30,83 Mio. € (VJ: 27,63 Mio. €) wurde dabei der zuvor eingeschlagene Wachstumskurs fortgesetzt.
- Wie in den vergangenen Perioden, zeichneten insbesondere die deutschen Gesellschaften mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 2,49 Mio. € für das dynamische Umsatzwachstum verantwortlich. Neben dem Neukundengeschäft sowie der Ausweitung bestehender Kundenbeziehungen kamen aus dem Erwerb des Customer Experience Spezialisten USEEDS° GmbH auch anorganische Effekte zum Tragen. Die im Ausland erzielten Umsätze kletterten gegenüber der Vorjahresperiode um 1,15 Mio. € und leisteten einen ebenfalls wichtigen Wachstumsbeitrag, wobei insbesondere die amerikanische Tochtergesellschaft von einer Ausweitung der Kundenbeziehungen mit dem wichtigsten Kunden AVIS USA profitierte.
- Im Vergleich zum Umsatzanstieg kletterte das EBIT überproportional um 15,7 % auf 2,95 Mio. € (VJ: 2,55 Mio. €), was sich in einem entsprechenden weiteren Anstieg der EBIT-Marge auf 9,6 % (VJ: 9,2 %) wiederfindet. Aufgrund eines durchschnittlichen geringeren Wertpapierbestandes reduzierten sich die Finanzerträge auf 0,80 Mio. € (VJ: 1,08 Mio. €), was zu einer konstanten Entwicklung beim Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,48 Mio. € (VJ: 2,48 Mio. €) geführt hat. Die vom Management erzielte Rendite auf den Wertpapierbestand in Höhe von 6,5 % (VJ: 7,0 %) ist nach wie vor als außerordentlich gut einzustufen.
- Auf Gesamtjahresbasis rechnen wir mit einer Fortsetzung der zum Halbjahr 2016 erreichten Entwicklung. Wir erwarten, analog zur Unternehmens-Guidance, Umsatzerlöse in Höhe von 65,83 Mio. € in Höhe von 14,9 %. Bei einer nahezu gleichbleibenden Wachstumsdynamik prognostizieren wir für das kommende Geschäftsjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von 75,50 Mio. €. Beim operativen Ergebnis rechnen wir vor dem Hintergrund erwarteter margenstärkerer Umsätze mit einer sukzessiven Verbesserung der Margen und damit einer leicht überproportionalen Ergebnisentwicklung. Dementsprechend sollte die von uns antizipierte EBIT-Marge in Höhe von 10,0 % (GJ 2016e) respektive 10,5 % (GJ 2017e) gut zu erreichen sein.
- Ein wichtiger Aspekt der künftigen Unternehmensentwicklung ist die geplante stärkere Ausnutzung von Cross-Selling-Potenzialen. Gemäß neuem Unternehmensvorstand Lars Lehne soll künftig eine stärkere Vernetzung der einzelnen Konzerngesellschaften für eine umfassendere Kundenansprache sorgen. Zudem soll die M&A-Strategie fokussiert weiter verfolgt werden. Mögliche Akquisitionskandidaten sollten zu einer horizontalen Ausweitung der Produktpalette und damit des Angebotspektrums des SYZYGY-Konzerns führen.
- **Auf Basis unserer Prognosen bleibt das Kursziel in Höhe von 12,80 € (bisher: 12,80 €) unverändert. Ausgehend von einem aktuellen Aktienkurs in Höhe von 11,18 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

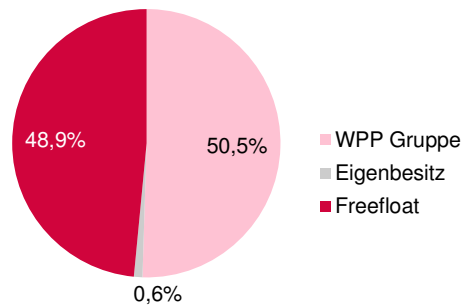
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2016	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2016.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016	7
Prognose und Modellannahmen	8
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

UNTERNEHMEN

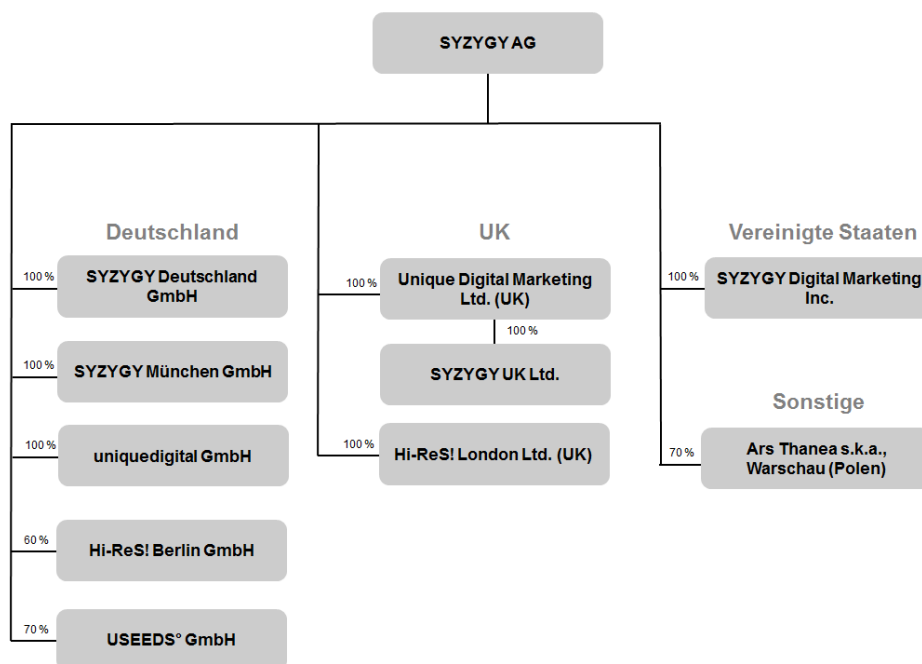
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WPP Gruppe	50,5%
Eigenbesitz	0,6%
Freefloat	48,9%

Quelle: SYZGY AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Referenzkunden (Auswahl)



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2016

in Mio. €	1. HJ 2014	1.HJ 2015	1.HJ 2016
Umsatzerlöse	22,57	27,63	30,83
davon in Deutschland	13,15	16,62	19,11
davon International	10,14	11,24	12,39
EBITDA (EBITDA-Marge)	2,55 (11,3%)	3,09 (11,2%)	3,69 (12,0%)
EBIT (EBIT-Marge)	2,04 (9,0%)	2,55 (9,2%)	2,95 (9,6%)
Periodenergebnis*	2,52	2,48	2,48

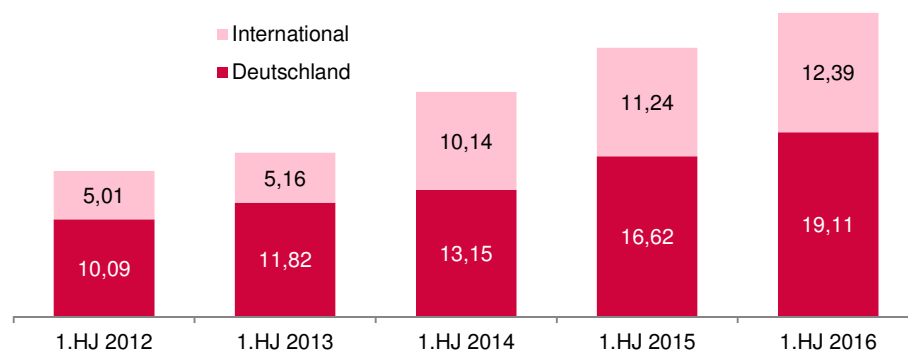
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; *nach Minderheiten

Umsatzentwicklung 1.HJ 2016

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 30,83 Mio. € (VJ: 27,63 Mio. €) und einem entsprechenden Umsatzanstieg in Höhe von 11,6 % hat die SYZYGY-Gruppe den zuvor eingeschlagenen Wachstumskurs fortgesetzt und damit einen neuen Halbjahresrekordwert erreicht. Dabei leisteten die deutschen Tochtergesellschaften mit einem absoluten Umsatzanstieg in Höhe von 2,49 Mio. € auf 19,11 Mio. € erneut den größten Wachstumsbeitrag.

Erwähnenswert ist hierbei der im April 2016 erworbene Customer Experience Spezialist USEEDS° GmbH, wodurch im zweiten Quartal anorganische Umsatzbeiträge zum Tragen gekommen sind. Das organische Wachstum der deutschen Konzerngesellschaften basiert einerseits auf Neukundengewinnen (bspw. Techniker Krankenkasse) sowie andererseits auf einem Ausbau der Umsätze mit Bestandskunden.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



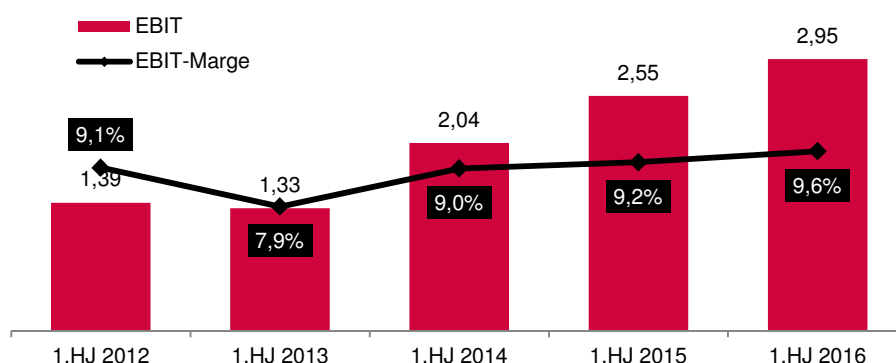
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die von uns als „International“ zusammengefassten Umsätze enthalten die Erlöse der in Großbritannien und in den USA ansässigen Tochtergesellschaften sowie der polnischen Ars Thanea. Insgesamt weiteten sich die im Ausland erzielten Umsätze um 1,15 Mio. € aus und trugen damit ebenfalls zur positiven Entwicklung des SYZYGY-Konzerns bei. Innerhalb der ausländischen Regionen liegt jedoch eine heterogene Entwicklung vor. Besonders dynamisch kletterten erneut die in den USA erzielten Umsätze, welche gegenüber dem Vorjahr um insgesamt rund 2,5 Mio. € zugelegt haben. Neben der Ausweitung der Kundenbeziehungen mit dem wichtigsten Kunden AVIS USA profitierte die US-amerikanische Tochtergesellschaft auch von einer Verlagerung von Umsatzanteilen aus Großbritannien. Teilweise erklärt dies den Umsatzrückgang der in UK ansässigen Gesellschaften (-1,5 Mio. €), welche Umsatzanteile in Höhe von rund 0,7 Mio. € an die USA abgegeben hatten. Parallel dazu haben negative Währungseffekte die Erlösbasis in Großbritannien um weitere 0,5 Mio. € gemindert.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016

Das EBIT kletterte im Vergleich zum Umsatz überproportional um 15,7 % auf 2,95 Mio. € (VJ: 2,55 Mio. €) was sich in einem entsprechenden Anstieg der EBIT-Marge auf 9,6 % (VJ: 9,2 %) wiederfindet. Auch auf EBIT-Ebene konnte damit ein neuer Rekordwert erreicht werden:

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

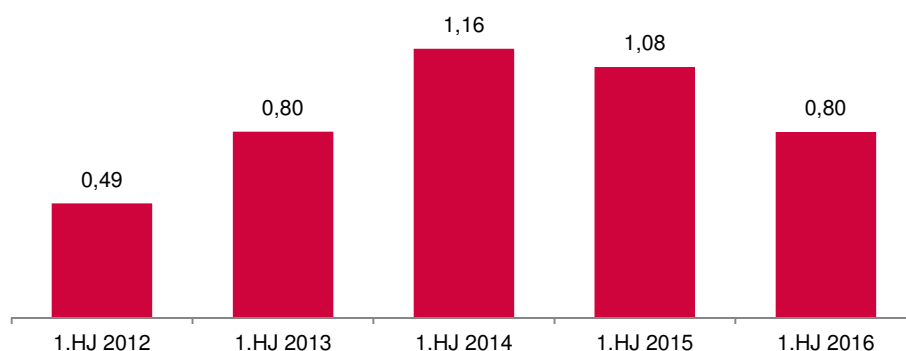


Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Im Zusammenhang mit der im ersten Halbjahr 2016 erfolgten Übernahme der USEEDS° GmbH sind insbesondere im Verwaltungsbereich zusätzliche Kosten angefallen. Ebenfalls eine höhere Kostenquote weist die SYZYGY im Bereich der Vertriebs- und Marketingkosten aus, als Folge intensiverer Marketingmaßnahmen zur Neukundengewinnung. Diese beiden jeweils überproportional höheren Kostenpositionen wurden aber durch eine nur unterproportionale Entwicklung bei den Umsatzkosten kompensiert, wodurch die Rohmarge auf 29,4 % (VJ: 27,4 %) zulegen konnte. Dies erklärt den Anstieg der EBIT-Marge von 9,2 % (1.HJ 2015) auf 9,6 % (1.HJ 2016).

Bei der SYZYGY wird der überwiegende Teil der typischerweise üppigen Liquiditätsausstattung in Form von Wertpapieren gehalten, womit in den vergangenen Perioden ein jeweils signifikantes Finanzergebnis erzielt wurde. Aufgrund eines durchschnittlich geringeren Wertpapierbestandes minderte sich das Finanzergebnis dabei auf 0,80 Mio. € (VJ: 1,08 Mio. €). Die vom Management erzielte annualisierte Rendite in Höhe von 6,5 % (VJ: 7,0%) ist vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfeldes nach wie vor als außerordentlich gut einzustufen und hat einen wichtigen Beitrag zum Vorsteuerergebnis des SYZYGY-Konzerns geleistet.

Finanzergebnis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Hauptsächlich aufgrund des insgesamt niedrigeren Finanzergebnisses lag das Periodenergebnis trotz der höheren Umsatz- und operativen Ergebnisbasis mit 2,48 Mio. € exakt auf dem Niveau des Vorjahres.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016

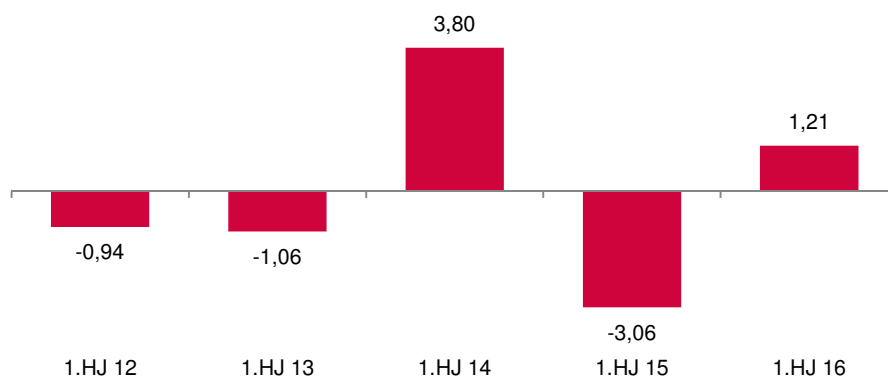
in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital	50,94	51,19	51,76
EK-Quote (in %)	61,0%	66,0%	65,9%
Operatives Anlagevermögen	3,34	3,35	3,68
Goodwill	25,36	25,08	29,58
Working Capital	-7,78	0,17	1,83
Net Debt	-32,32	-24,97	-19,83
Cashflow - operativ	14,41	-2,42	1,21
Cashflow – Investition	-5,31	-2,82	2,06
Cashflow - Finanzierung	-3,78	-4,44	-0,14

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Akquisition der Mehrheitsanteile an der USEEDS° GmbH (Beteiligungsquote: 70,0%) ist verantwortlich für die wesentlichen Veränderungen beim gewohnt soliden Vermögensbild des SYZYGY-Konzerns. Im Zusammenhang mit dieser Akquisition erhöhte sich der Goodwill auf 29,58 Mio. € (31.12.15: 25,08 Mio. €). Aufgrund der im ersten Halbjahr 2016 erfolgten Kaufpreiszahlung in Höhe von 4,66 Mio. € minderten sich parallel dazu die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 21,77 Mio. € (31.12.15: 26,77 Mio. €), so dass der Unternehmenserwerb insgesamt eine Bilanzverlängerung in Höhe von 0,94 Mio. € ausgelöst hat.

Trotz der vollständig aus der eigenen Konzernliquidität erfolgten Kaufpreiszahlung für die USEEDS° GmbH, verfügt die SYZYGY-Gruppe mit 21,77 Mio. € über einen umfangreichen Bestand an liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere), so dass neben der noch im Juli 2016 erfolgten Dividendenzahlung in Höhe von 4,75 Mio. € noch weitere Akquisitionen problemlos finanziert werden können. Ein wichtiger Faktor sind hier die aus dem operativen Geschäft erzielten Liquiditätszuflüsse. Im ersten Halbjahr 2016 erzielte die SYZYGY dabei einen gegenüber dem Vorjahr deutlich höheren operativen Cashflow in Höhe von 1,21 Mio. € (VJ: -3,06 Mio. €).

Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	57,31	65,83	75,50
EBIT	5,27	6,58	7,93
EBIT-Marge (in %)	9,2 %	10,0%	10,5%
Jahresüberschuss	4,64	5,35	5,83

Quelle: GBC AG

Die operative Entwicklung der ersten sechs Monate 2016, welche von Neukundengewinnen, dem Ausbau des Bestandsgeschäftes sowie von anorganischem Wachstum geprägt war, ist eine gute Grundlage für unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen. In diesem Sinne ist unseres Erachtens die vom neuen Vorstand Lars Lehne kommunizierte strategische Ausrichtung des SYZGY-Konzerns zu verstehen, wonach sowohl das organische, als auch das anorganische, Wachstum forciert werden sollen.

Neben der gewohnt im Fokus stehenden Gewinnung von Neukunden sollen künftig mögliche Cross Selling-Potenziale stärker abgeschöpft werden. Eine geplante stärkere Vernetzung der bisher einzeln agierenden Tochtergesellschaften soll hier beispielsweise für eine stärkere und vom Angebot her umfassendere Kundenansprache sorgen und somit mögliche Cross-Selling-Potenziale heben. Als Bestandteil dieser geplanten Strategie wird die Münchener Gesellschaft SYZGY München GmbH zeitnah in die SYZGY Deutschland GmbH integriert.

Darüber hinaus soll die M&A-Strategie und damit mögliches anorganisches Wachstum fokussiert weiterverfolgt werden. Mögliche Akquisitionskandidaten sollten zu einer horizontalen Ausweitung der Produktpalette und damit des Angebotsspektrums des SYZGY-Konzerns führen. Ein gutes Beispiel ist der im April 2016 erfolgte Erwerb des Customer Experience Spezialisten USEEDS^o GmbH, wodurch die SYZGY nun in der Lage ist, auch Beratungsleistungen mit dem Fokus auf der Konzeption digitaler Services und Produkte anzubieten. Laut der vom Vorstand Lars Lehne kommunizierten M&A-Strategie könnte der Erwerb von weiteren Beratungs- oder Technologiefirmen im Fokus des SYZGY-Konzerns stehen.

In unseren gegenüber der letzten Researchstudie (siehe Studie vom 03.05.16) unveränderten Umsatzprognosen haben wir, aufgrund der fehlenden Konkretisierung, mögliche weitere anorganische Effekte nicht berücksichtigt. Analog zur unveränderten Unternehmens-Guidance rechnen wir mit einem organischen und anorganischen (USEEDS^o GmbH) Umsatzanstieg in Höhe von 14,9 % auf 65,83 Mio. €. Bei einer nahezu gleichbleibenden Wachstumsdynamik erwarten wir für das kommende Geschäftsjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von 75,50 Mio. €.

Beim operativen Ergebnis prognostizieren wir vor dem Hintergrund erwarteter margenstärkerer Umsätze eine sukzessive Verbesserung der Margen und damit eine überproportionale Ergebnisentwicklung. Dementsprechend sollte die von uns antizipierte EBIT-Marge in Höhe von 10,0 % (GJ 2016e) respektive 10,5 % (GJ 2017e) gut zu erreichen sein. Diese dient als Grundlage für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Modells.

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 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,2 % 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 1,00 % (bisher: 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: 1,15). 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 7,32 % (bisher: 7,83 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,32 % (bisher: 7,83 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 12,80 € (bisher: 12,80 €).

DCF-Modell

SYZGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,2%	ewige EBITA - Marge	11,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	0,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
Umsatz (US)	65,83	75,50	79,28	83,24	87,40	91,77	96,36	101,18	
US Veränderung	14,9%	14,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	19,36	22,54	24,17	24,17	24,17	24,17	24,17	24,17	
EBITDA	7,80	9,18	9,64	10,12	10,63	11,16	11,72	12,30	
EBITDA-Marge	11,9%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
EBITA	6,58	7,93	8,63	9,14	9,59	10,07	10,58	11,11	
EBITA-Marge	10,0%	10,5%	10,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Steuern auf EBITA	-1,84	-2,22	-2,42	-2,56	-2,69	-2,82	-2,96	-3,11	
zu EBITA	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	4,74	5,71	6,22	6,58	6,91	7,25	7,62	8,00	
Kapitalrendite	134,6%	-951,3%	264,6%	195,9%	195,9%	195,9%	195,9%	195,9%	191,2%
Working Capital (WC)	-4,00	-1,00	0,08	0,08	0,09	0,09	0,10	0,10	
WC zu Umsatz	-6,1%	-1,3%	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	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,40	3,35	3,28	3,44	3,62	3,80	3,99	4,19	
AFA auf OAV	-1,22	-1,25	-1,01	-0,98	-1,03	-1,08	-1,14	-1,20	
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	-1,15	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	
Investiertes Kapital	-0,60	2,35	3,36	3,53	3,70	3,89	4,08	4,29	
EBITDA	7,80	9,18	9,64	10,12	10,63	11,16	11,72	12,30	
Steuern auf EBITA	-1,84	-2,22	-2,42	-2,56	-2,69	-2,82	-2,96	-3,11	
Investitionen gesamt	-1,76	-4,20	-2,01	-2,35	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	
Investitionen in OAV	-1,28	-1,20	-0,94	-1,15	-1,21	-1,27	-1,33	-1,40	
Investitionen in WC	4,17	-3,00	-1,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	-4,66	0,00	0,00	-1,20	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,20	2,76	5,21	5,21	6,73	7,07	7,42	7,79	167,78

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	133,26	140,26
Barwert expliziter FCFs	30,95	30,46
Barwert des Continuing Value	102,30	109,79
Nettoschulden (Net debt)	-25,71	-24,28
Wert des Eigenkapitals	158,96	164,54
Fremde Gewinnanteile	-0,32	-0,34
Wert des Aktienkapitals	158,64	164,20
Ausstehende Aktien in Mio.	12,83	12,83
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,37	12,80

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,15
Eigenkapitalkosten	7,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,3%

Kapitalrendite	WACC				
	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%
189,7%	15,57	13,98	12,73	11,72	10,89
190,5%	15,62	14,02	12,77	11,75	10,92
191,2%	15,66	14,06	12,80	11,78	10,95
192,0%	15,71	14,10	12,83	11,81	10,97
192,7%	15,75	14,14	12,87	11,84	11,00

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,5b,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 mögliche 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

§ 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