

SYGNIS AG^{*4,5a,5b,6a,7,10,11}

Kaufen

Kursziel: 3,70

aktueller Kurs: 1,66
24.01.2017 / ETR /
16:45 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: LIO1
Aktienanzahl³: 37,342
Marketcap³: 62,14
EnterpriseValue³: 60,28
³ in Mio. / in Mio. EUR

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Fertigstellung/Veröffentlichung:
24.01.2017/25.01.2017

Unternehmensprofil

Branche: Biotechnologie

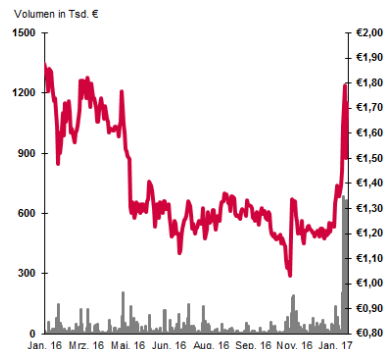
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von DNA-Technologien, Proteomik-Anwendungen

Mitarbeiter: 46 Stand: November 2016

Gründung: 1997

Firmensitz: Heidelberg

Vorstand: Pilar de la Huerta, Dr. Heikki Lanckriet



Die SYGNIS AG mit Sitz in Heidelberg und Madrid ist ein im Prime Standard der Deutschen Börse gelistetes Life Science-Unternehmen. Das Unternehmen fokussiert sich auf die Entwicklung und Vermarktung von neuartigen molekularbiologischen Technologien im Bereich des NGS (Next Generation Sequencing). Die wichtigsten derzeit in der Vermarktung befindlichen Produkte sind TruePrime™ (DNA-Amplifikation) sowie SunScript™ (Übersetzung von RNA in DNA), welche sowohl im Rahmen einer Eigenvermarktung sowie von nicht-exklusiven Vertriebspartnerschaften vertrieben werden. Weitere Produkte (z.B. DNA-Amplifikation im Rahmen der Liquid Biopsy) sollen kurzfristig in den Markt eingeführt werden und den Eintritt in die volumenstarken Märkte (z.B. Krankenhaus) ermöglichen. Die SYGNIS AG hat im Rahmen einer Sachkapitalerhöhung die Expedeon Holdings Ltd. erworben. Damit wurde die Produktpalette um den Bereich Proteomik, dem zweiten wichtigen Segment der Molekularbiologie, erweitert. Wichtige Synergieeffekte ergeben sich insbesondere im Vertriebsbereich, da die Expedeon über einen Direktvertrieb in den wichtigsten Life-Science-Märkten wie USA, UK und Asien weltweit verfügt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015*	31.12.2016e*	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	0,56	1,94	7,64	15,25
EBITDA	-3,48	-2,45	0,18	6,23
EBIT	-3,86	-2,93	-0,36	5,06
Jahresüberschuss	-4,01	-3,03	-0,49	4,75

*Stand-Alone SYGNIS AG (bis August 2016)

Kennzahlen

EV/Umsatz	108,61	31,14	7,89	3,95
EV/EBITDA	neg.	neg.	336,76	9,68
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	11,92
KGV	neg.	neg.	neg.	13,09
KBV	2,09			

Finanztermine

27.04.2017: Konzernabschluss 2016
11.05.2017: Quartalsabschluss Q1
03.08.2017: Quartalsabschluss Q2
08.11.2017: Quartalsabschluss Q3

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
16.06.2016: RS / 3,95 / KAUFEN
17.12.2015: RS / 3,75 / KAUFEN
26.11.2015: RS / 3,75 / KAUFEN
20.11.2015: RS / 3,75 / KAUFEN
8.10.2015: RS / 3,75 / KAUFEN

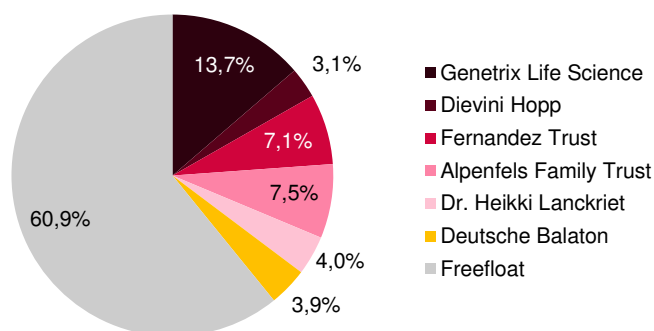
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Genetrix Life Science	13,7%
Dievini Hopp	3,1%
Fernandez Trust	7,1%
Alpenfels Family Trust	7,5%
Dr. Heikki Lanckriet	4,0%
Deutsche Balaton AG	3,9%
Freefloat	60,9%

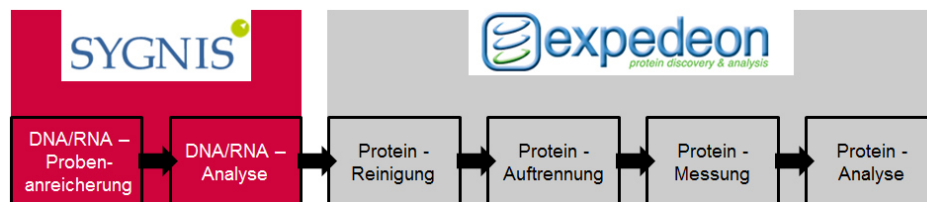
Quelle: SYGNIS AG; GBC AG



Übernahme der Expedeon Holdings Ltd. in UK

Im Rahmen der im Juli 2016 durchgeführten Kapitalerhöhung wurden insgesamt 20,54 Mio. Aktien ausgegeben. Hiervon wurden 15,72 Mio. Aktien den Expedeon-Aktionären als Sacheinlage (Sacheinlage sind die Expedeon-Anteile) angeboten, zuzüglich einer Barausgleich in Höhe von 1,70 Mio. €. Zudem wurden 4,81 Mio. Aktien zu einem Bezugspreis von 1,10 € je Aktie von bestehenden Aktionären sowie von qualifizierten Investoren gezeichnet, was einen Bruttoemissionserlös in Höhe von 5,30 Mio. € bedeutet. Damit verfügt die SYGNIS AG über einen deutlich ausgeweiteten Liquiditätsbestand, um die Integration der neu erworbenen Expedeon Holdings Ltd. (inkl. Barausgleich) zu finanzieren.

Erweiterte Produktpalette der SYGNIS AG



Durch die Übernahme der Expedeon Holdings Ltd. sind mit Genomik und Proteomik beide wichtigen Teilbereiche und Wachstumsmärkte der „Life Science“ innerhalb der SYGNIS AG vereint. Die Produktpalette der Expedeon-Gruppe deckt dabei alle wesentlichen Bestandteile und wichtigen Schlüsselanwendungen des Proteomik-Marktes ab. Mit dem Erwerb der Expedeon-Gruppe ist die SYGNIS-Produktpalette horizontal ausgeweitet worden, da jetzt nicht nur DNA sondern auch Proteine analysiert werden können.

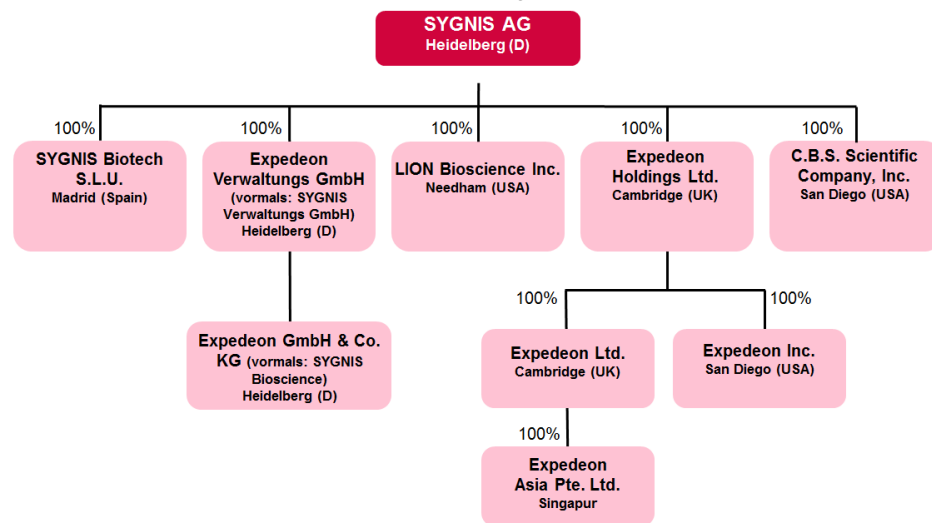
Übernahme von C.B.S. Scientific

Nach dem Erwerb der Expedeon Holdings Ltd. wurde ein Teil des aus der letzten Kapitalerhöhung stammenden Liquiditätszuflusses für die Akquisition des US-amerikanischen Elektrophorese-Ausrüsters C.B.S. Scientific verwendet. Gemäß Unternehmensmeldung vom 21.12.2016 wurde eine verbindliche Vereinbarung zur Akquisition des in San Diego, USA, ansässigen Unternehmens für einen Gesamtbetrag von 0,90 Mio. USD abgeschlossen. Da 0,36 Mio. USD durch die Ausgabe von SYGNIS-Aktien (275.311 neue Aktien an C.B.S.-Altaktionäre) aus genehmigtem Kapital stammen, beschränkt sich der Liquiditätsabfluss für diese Akquisition auf 0,54 Mio. USD.

C.B.S. Scientific fungiert dabei als Systemanbieter im Bereich der Elektrophorese und damit ist auch diese Akquisition als eine horizontale Verlängerung der Produktpalette und damit des Workflows der SYGNIS AG anzusehen. Mit dem Verkauf von Laboraus-rüstungen weist die C.B.S., bei einem jährlichen Umsatz von derzeit etwa 1,50 Mio. USD, einen positiven Liquiditäts- und Ergebnisbeitrag auf.

Neben dem damit positiven Effekt auf die Ertragsituation der SYGNIS AG erkennen wir mögliche Synergieeffekte insbesondere im Bereich der Produktion, als Folge einer ge-plannten Zusammenlegung des Expedeon-Standortes und des C.B.S.-Standortes in San Diego, USA. Darüber hinaus erkennen wir aufgrund der damit weiter wachsenden Kun-denbasis auch im Vertriebsbereich mögliche Synergieeffekte.

Die aktuelle Konzernstruktur stellt sich damit folgendermaßen dar:



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Produkteinführungen und Produktpipeline

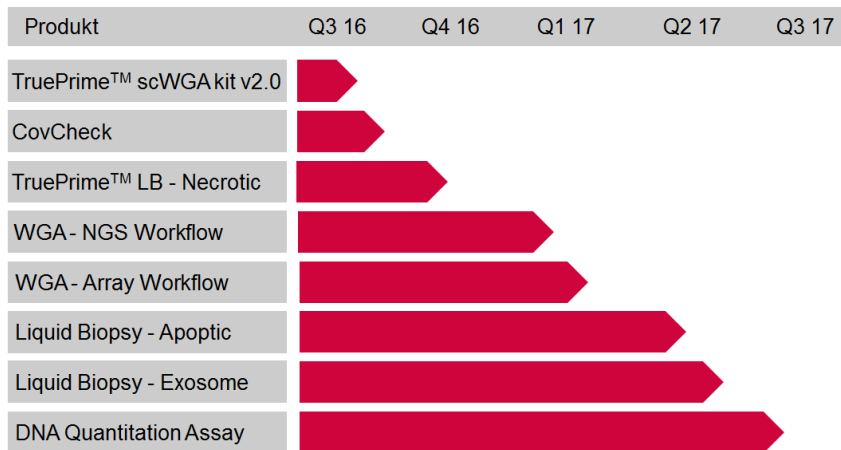
Parallel zur akquisitionsbedingten Ausweitung der Produktpalette um den Proteomik-Bereich hat die SYGNIS AG im Geschäftsjahr 2016 weitere Markteinführungen bekannt gegeben. Mit der Einführung des **SunScript™ One Step RT-qPCR Kits**, als drittes Produkt der SunScript™-Produktlinie, soll die Transkription und Amplifikation genomischer DNA in einer einzigen Reaktion, die in Echtzeit gemessen werden kann, ermöglicht werden.

Darüber hinaus wurde ein neues Tool aus der TruePrime™-Produktlinie präsentiert, womit Fragmente aus im Blut zirkulierender DNA, die aus Tumorzellen stammt, erkannt und amplifiziert werden kann. Mit dem **TruePrime™ Single Cell WGA Kit V2** wurde ein weiteres Produkt für die Amplifikation ganzer Genome weiterentwickelt.

Als drittes Produkt wurde im Oktober 2016 das **CovCheck™-Kit** zur Kontrolle der Qualität beim Amplifizierungsprozess ganzer Genome am Markt eingeführt. Da mit diesem Produkt alle menschlichen Chromosomen in einem einzigen Experiment überprüft werden können, ist eine starke Korrelation zwischen den amplifizierten Proben und der tatsächlichen Abdeckung des Genoms durch die Sequenzierung gegeben. Damit ist eine homogene und vergleichbare Kontrolle von WGA (Whole Genome Amplification)-Experimenten möglich. Die neu entwickelten Produkte wurden im Rahmen der Marketingstrategie auf verschiedenen renommierten wissenschaftlichen Konferenzen in Europa und in den USA präsentiert.

Mit der aktuell erfolgten Markteinführung des **TruePrime™ Liquid Biopsy Kit** ist es möglich auch den äußerst attraktiven Flüssigbiopsie-Markt, dessen Marktvolumen gemäß Schätzungen weltweit im Jahr 2020 bei etwa 1,3 Mrd. US-Dollar liegen wird, zu adressieren. Mit diesem Amplifizierungskit lässt sich zirkulierende Tumor-DNA ermitteln, analysieren und überwachen. Der Nachweis von Tumor-DNA-Spuren im Blut ist besonders für die frühe Tumor-Erkennung wichtig und könnte ein wertvolles Instrument sowohl für die onkologische Forschung als auch im volumenstarken Diagnostikbereich werden.

Weitere Produkteinführungen zur Abdeckung der relevanten Workflows für den Bereich Genetik und Proteomik befinden sich in der Einführungs- bzw. Forschungsphase:



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9 MONATE 2016

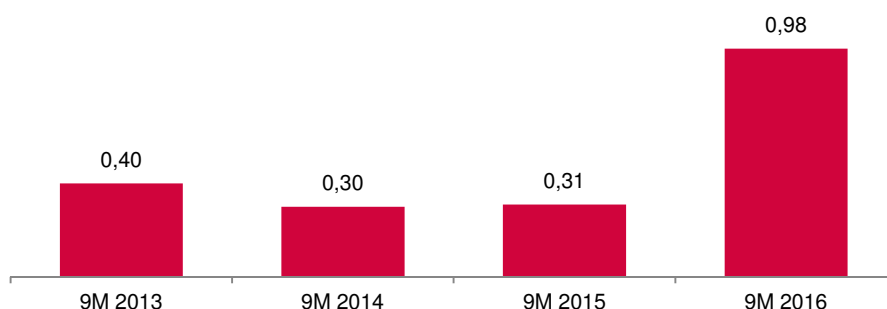
Umsatz- und Ergebnisentwicklung 9 Monate 2016

In Mio. €	9M 2014	9M 2015	9M 2016
Umsatzerlöse	0,30	0,31	0,98
EBIT	-1,20	-2,71	-2,13
Periodenergebnis	-2,37	-2,78	-2,14

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die abgelaufene Berichtsperiode stand bei der SYGNIS AG im Zeichen der im Juli 2016 erfolgten Expedeon-Übernahme. Durch den anteiligen Einbezug des Proteomik-Spezialisten ab August 2016 war die operative Entwicklung insgesamt von hohen anorganischen Effekten geprägt. Dabei stiegen die Gesamtumsätze des SYGNIS-Konzerns auf 0,98 Mio. € (VJ: 0,31 Mio. €) signifikant an. Wir rechnen hier mit einem anorganischen Umsatzbeitrag in Höhe von ca. 0,40 - 0,50 Mio. €. Gemäß dieser Annahme hätte die SYGNIS AG ein bereinigtes organisches Wachstum in Höhe von ca. 70 % erwirtschaftet.

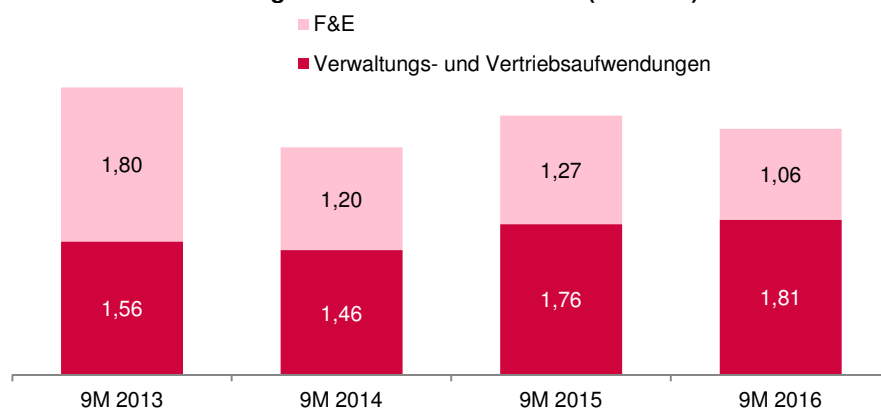
Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Den signifikanten anorganischen Effekten steht, trotz angefallener Integrationsaufwendungen, allerdings eine nur unterproportionale Kostenentwicklung gegenüber, so dass eine konsolidierte EBIT-Verbesserung auf -2,13 Mio. € (VJ: -2,71 Mio. €) erreicht wurde. Die vergleichsweise gute Kostenentwicklung ist eine Folge der in den vergangenen Perioden umgesetzten Kostenreduktionen. Bereits im Vorjahr wurden die administrativen Strukturen stark gestrafft und die Effizienz der internen Prozesse gesteigert, was zu einer Reduktion der Kostenstrukturen geführt hat.

Vertriebs- und Verwaltungsaufwand + F&E-Aufwand (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die Expedeon-Integration betrifft in erster Linie die Zusammenführung der Vertriebsmannschaften sowie eine dazugehörige Schulung auf die jeweils erweiterte Produktpalette. Neben der damit zusammenhängenden Expansion der Vertriebskanäle, insbesondere für die SYGNIS-Produkte, sind auch Kosten aus der geplanten Zusammenlegung der Produktionskapazitäten (Umzug der Produktion nach UK soll noch im Geschäftsjahr 2016 umgesetzt werden) sowie der Verwaltungsstrukturen angefallen.

Unterm Strich lag das Nachsteuerergebnis in Höhe von -2,14 Mio. € (VJ: -2,78 Mio. €) erwartungsgemäß noch im negativen Bereich. Obwohl die Zusammenarbeit mit Expedeon und die daraus resultierenden möglichen Synergieeffekte aufgrund der noch frühen Phase noch nicht voll zum Tragen gekommen sind, war die SYGNIS AG in der Lage, eine Ergebnisverbesserung zu erzielen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2016

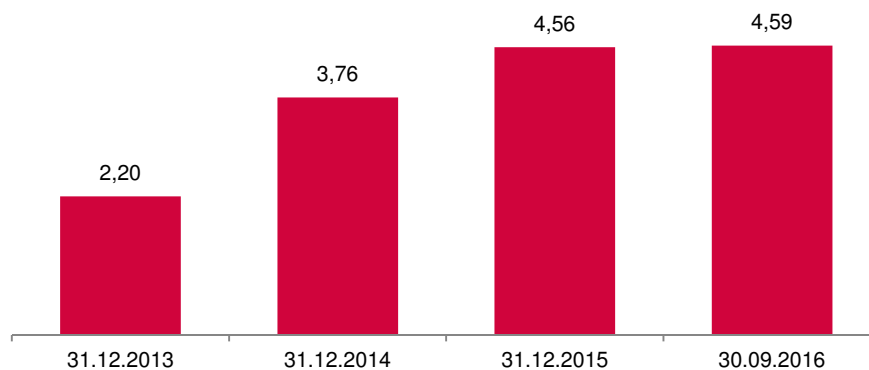
in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	30.09.2016
Eigenkapital	8,34	10,41	29,75
EK-Quote (in %)	66,5%	74,2%	86,4%
Liquide Mittel	3,76	4,56	4,59
Goodwill	5,94	5,94	21,42
Cashflow (operativ)	-3,58	-3,82	-2,13
Cashflow (Investitionen)	-0,62	-0,53	-2,04
Cashflow (Finanzierung)	5,44	4,74	4,19

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Auch beim Bilanzbild ergeben sich im Nachgang der Expedeon-Übernahme und der erstmaligen dazugehörigen Konsolidierung erhebliche Veränderungen. Allen voran zu nennen ist der aus der durchgeführten Bar- und Sachkapitalerhöhung stammende Anstieg beim Eigenkapital auf 29,75 Mio. € (31.12.15: 10,41 Mio. €). Trotz der erheblichen Ausweitung der konsolidierten Bilanzsumme auf 34,45 Mio. € (VJ: 14,03 Mio. €) weist die EK-Quote mit 86,4 % (31.12.15: 74,2 %) damit weiterhin ein hohes Niveau auf.

Im Nachgang des Zugangs der Expedeon-Vermögenswerte kletterten die Sachanlagen und die immateriellen Vermögenswerte (Schutz- und Lizenzrechte) auf insgesamt 5,86 Mio. € (31.12.15: 2,10 Mio. €). Parallel dazu erhöhte sich der Goodwill auf 21,42 Mio. € (31.12.15: 5,94 Mio. €) und war damit hauptverantwortlich für die Ausweitung der Bilanzsumme.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Angesichts des noch nicht erreichten Break-Even und des daraus resultierenden negativen operativen Cashflows, messen wir der Liquiditätsausstattung der SYGNIS AG eine hohe Bedeutung bei. Auch in den ersten neun Monaten 2016 weist die Gesellschaft einen freien Cashflow in Höhe von -4,17 Mio. € (VJ: -3,48 Mio. €) auf, wobei hier ein einmaliger Liquiditätsabfluss als Barausgleich für die Expedeon-Akquisition in Höhe von 1,70 Mio. € berücksichtigt ist. Der Liquiditätszufluss aus der Kapitalerhöhung in Höhe von 4,19 Mio. € konnte den Liquiditätsverbrauch aber vollständig kompensieren, so dass die Gesellschaft einen nahezu unveränderten Liquiditätsbestand in Höhe von 4,59 Mio. € (31.12.15: 4,56 Mio. €) aufweist.

Gemäß Unternehmensangaben dürfte die Finanzmittelausstattung bis zum geplanten Erreichen des unterjährigen Break-Even im Geschäftsjahr 2017 ausreichend sein. Die gemäß Pressemitteilung vom 27.10.16 erfolgten Zusagen von öffentlich geförderten Darlehen in Höhe von 1,2 Mio. € sowie von Fördermitteln in Höhe von 0,75 Mio. € für die Forschungs- und Entwicklungskooperation mit dem spanischen Nationalen Zentrum für Molekularbiologie werden die finanzielle Situation der SYGNIS AG bis zum Erreichen des Break-Even zusätzlich verbessern. Die für Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten zweckgebundenen Darlehen sind in den ersten drei Jahren tilgungsfrei und verfügen über eine lange Laufzeit von zehn Jahren und über einen niedrigen Zinssatz von 0,06 %.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 16e (alt)	GJ 16e (neu)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)
Umsatzerlöse	3,66	1,94	9,59	7,64	15,25	15,25
EBIT	-3,27	-2,93	-0,94	-0,36	5,06	5,06
JÜ	-3,36	-3,03	-1,08	-0,49	4,75	4,75

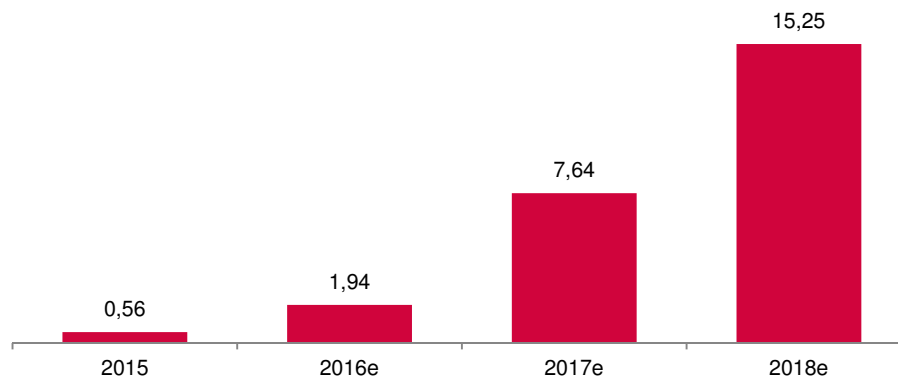
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Die Akquisition der Expedeon Holdings Ltd. wird u.E. die künftige Unternehmensentwicklung der SYGNIS AG maßgeblich bestimmen. Alleine aus der Konsolidierung der beiden Gesellschaften ergibt sich ein deutlich höheres Umsatz- und Ergebnisniveau, wie bereits zum 30.06.2016 ersichtlich wurde. Dabei gilt es zu bedenken, dass die Expedeon im abgelaufenen Berichtszeitraum lediglich seit August 2016 und damit nur für zwei Monate einbezogen war. Im vierten Quartal 2016 sowie insbesondere im Geschäftsjahr 2017 dürften sich alleine aufgrund eines vollständigen Einbezugs der neuen Gesellschaft sowie der Integrationserfolge im Vertriebsbereich der SYGNIS AG deutlich positive Effekte ergeben. Zugleich haben wir ab dem Geschäftsjahr 2017 anorganische Effekte aus der Akquisition von C.B.S. Scientific berücksichtigt. Bei einem jährlichen Umsatz in Höhe von 1,50 Mio. USD (entspricht: 1,42 Mio. €) weist der Laborausrüster einen positiven Ergebnis- und Liquiditätsbeitrag auf.

Gemäß aktualisierter Unternehmens-Guidance werden für das Geschäftsjahr 2016 Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 1,7 - 2,0 Mio. € erwartet. Damit müsste die SYGNIS AG im Jahresendquartal Umsätze in Höhe von ca. 0,7 - 1,0 Mio. € erwirtschaften, was unserer Ansicht nach eine realistische Annahme ist. Für das Geschäftsjahr 2017 wird von der SYGNIS AG ein starkes Upside-Potenzial gesehen. Aufbauend auf der aktualisierten Unternehmens-Guidance haben wir unsere Umsatzprognose für 2016 auf 1,94 Mio. € sowie darauf aufbauend auch für das Geschäftsjahr 2017 reduziert. Ursprünglich hatten wir die Expedeon-Umsätze für einen halbjährigen Zeitraum berücksichtigt. Zudem haben wir die negativen Einflüsse aus den Währungseffekten im Nachgang des Brexit unterschätzt. Darüber hinaus dürfte der Verkauf von SYGNIS-Kits über die neuen Vertriebskanäle erst im vierten Quartal 2016 signifikant ansteigen.

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für die kommenden Geschäftsjahre haben wir mögliche Synergieeffekte berücksichtigt. Insbesondere der Zugang zu bereits etablierten Vertriebskanälen ist in unseren Augen der wichtigste Aspekt der Expedeon-Akquisition. Derzeit vermarktet die SYGNIS ihre

Produkte im Rahmen von Vertriebspartnerschaften sowie über eigene Vertriebskanäle, hier vornehmlich über den Online-Shop. Bei der Vermarktung über Vertriebspartnerschaften hatte aber die SYGNIS AG bisher keinen Einfluss auf die Marketingintensität der Vertriebspartner. Der Aufbau einer eigenen, überregional agierenden Vertriebsmannschaft wäre vor diesem Hintergrund ohne Expedeon-Übernahme eigentlich notwendig gewesen, wäre allerdings mit hohen Anfangsinvestitionen einher. Bereits in der Vergangenheit hat die SYGNIS AG den Vertrieb der technologisch fertig entwickelten Produkte als wichtigstes Kriterium für schnell wachsende Umsätze ausgemacht. Die Expedeon-Gruppe verfügt über diese direkten Absatzkanäle in UK, Deutschland, Frankreich, Asien sowie in den USA, als wichtigster und größter Markt für Life Science-Anwendungen. Dabei erzielt die Expedeon-Gruppe über die Hälfte der Umsätze aus dem eigenen Direktvertrieb. Die SYGNIS AG kann hier die Distributionskanäle (darunter auch OEM-Vereinbarungen) und die Vertriebsmannschaft der Expedeon-Gruppe nutzen, um die Präsenz der eigenen Produkte in den wichtigsten Märkten deutlich zu steigern. Mit der Expedeon-Akquisition ist die SYGNIS AG derzeit in über 45 Ländern, mit einem Netzwerk von mehr als 43 Handelspartnern präsent:

Footprint der SYGNIS AG



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

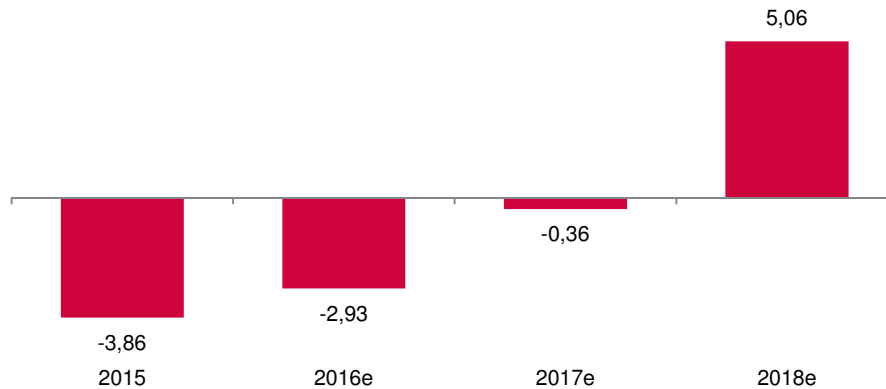
Das von uns antizipierte starke Umsatzwachstum in den kommenden Geschäftsjahren basiert einerseits auf der Nutzung von Skaleneffekten hat aber auch einen organischen Ursprung. Wir gehen dabei von einer insgesamt höheren Nachfrage nach den bereits im Markt eingeführten eigenen Technologien TruePrime™ und SunScript™ aus und rechnen zudem mit einer hohen Umsatzdynamik bei neuen Produkten. Erwähnenswert ist die erfolgte Einführung des TruePrime™-Produktes für den Bereich der „Liquid Biopsy“. Mit diesem Verfahren lässt sich eine frühere und gering-invasive Diagnosefeststellung mit deutlich reduziertem Zeit- und Kostenaufwand bewerkstelligen. Der Liquid Biopsy-Kit ist unseres Erachtens ein wichtiger Schritt für den Eintritt in den volumenstarken Krankenhausmarkt. Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass NGS-Anwendungen mit zunehmender Kosteneffizienz immer attraktiver für kommerzielle Anwendungen werden.

Ergebnisprognosen

Gemäß Unternehmensangaben wird im Zuge der erwarteten Umsatzsteigerungen zunächst von einer Reduktion des negativen operativen Ergebnisses und bereits für das kommende Geschäftsjahr 2017 mit dem Erreichen des Break-Even auf Quartalsebene ausgegangen. Der Break-Even auf Gesamtjahresebene wird für das Geschäftsjahr 2018

in Aussicht gestellt. Dies hatten wir auch bisher so antizipiert, wobei wir aufgrund der Reduktion bei den Umsatzprognosen auch auf EBIT-Ebene und beim Nachsteuerergebnis eine Prognoseanpassung vorgenommen haben:

EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen neben den typischen Skaleneffekten auch mögliche Synergieeffekte vor dem Hintergrund der Zusammenlegung von Verwaltungsstrukturen und Produktionskapazitäten. So sollen aus der geplanten Bündelung des Produktionsbetriebes und der Fertigungsprozesse Synergieeffekte gehoben werden. Noch im vierten Quartal 2016 soll der Umzug der Produktions- und Fertigungsprozesse nach England erfolgen, was eine weitere Optimierung der Kostenstruktur nach sich ziehen dürfte. Das künftige Kostenbild der Gesellschaft dürfte daher von einer im Vergleich zum Umsatz nur unterproportionalen Entwicklung bei den Verwaltungsaufwendungen sowie bei den F&E-Kosten geprägt sein. Die Vertriebs- sowie die Produktionskosten dürften im Gegensatz dazu zunehmend an Bedeutung gewinnen. Vor diesem Hintergrund ist auch die geplante Zusammenlegung der Produktionsstandorte der beiden in den USA ansässigen Gesellschaften Expedeon Inc. und C.B.S. in San Diego zu sehen.

Als Folge von Skalen- und Synergieeffekten sind zukünftig hohe Ergebnismargen möglich. Langfristig rechnen wir mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 45,0 %.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYGNIS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten konsolidierten Schätzungen für die Jahre 2016 - 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 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 45,0 % (bisher: 50,0 %) 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.

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: 1,00 %).**

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 1,41 (bisher: 1,41). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,78 % (bisher: 8,78 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % (bisher: 90 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,43 % (bisher: 8,43 %).

Bewertungsergebnis

Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 3,70 € (bisher: 3,95 €). Kurszielmindernd wirkt sich dabei insbesondere die Reduktion der Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2016 und 2017 aus.

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	45,0%	ewige EBITA - Marge	43,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	6,7%	effektive Steuerquote im Endwert	27,0%
Working Capital zu Umsatz	1,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
Umsatz (US)	1,94	7,64	15,25	17,53	20,16	23,19	26,66	30,66	
<i>US Veränderung</i>	248,8%	294,5%	99,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	0,33	1,32	2,03	2,03	2,25	2,25	2,25	2,25	
EBITDA	-2,45	0,18	6,23	7,89	9,07	10,43	12,00	13,80	
<i>EBITDA-Marge</i>	-126,7%	2,3%	40,9%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%	
EBITA	-2,93	-0,36	5,06	7,39	8,50	9,84	11,31	13,01	
<i>EBITA-Marge</i>	-151,5%	-4,7%	33,2%	42,1%	42,1%	42,4%	42,4%	42,4%	43,4%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,02	-0,51	-0,74	-0,85	-1,48	-1,70	-1,95	
<i>zu EBITA</i>	0,0%	-6,5%	10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	27,0%
EBI (NOPLAT)	-2,93	-0,38	4,55	6,65	7,65	8,36	9,61	11,06	
Kapitalrendite	-181,9%	-7,9%	86,0%	88,6%	85,5%	89,7%	89,7%	89,7%	70,6%
Working Capital (WC)	-1,00	-0,50	0,00	0,32	0,36	0,42	0,48	0,55	
<i>WC zu Umsatz</i>	-51,7%	-6,5%	0,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	0,38	-0,50	-0,50	-0,32	-0,05	-0,05	-0,06	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,86	5,79	7,50	8,63	8,96	10,30	11,85	13,63	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,48	-0,54	-1,17	-0,50	-0,58	-0,60	-0,69	-0,79	
<i>AFA zu OAV</i>	8,2%	9,3%	15,6%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-4,10	-0,47	-2,89	-1,63	-0,91	-1,94	-2,23	-2,57	
Investiertes Kapital	4,86	5,29	7,50	8,94	9,32	10,72	12,33	14,18	
EBITDA	-2,45	0,18	6,23	7,89	9,07	10,43	12,00	13,80	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,02	-0,51	-0,74	-0,85	-1,48	-1,70	-1,95	
Investitionen gesamt	-19,21	-1,50	-3,39	-1,94	-0,96	-2,00	-2,30	-2,64	
<i>Investitionen in OAV</i>	-4,10	-0,47	-2,89	-1,63	-0,91	-1,94	-2,23	-2,57	
<i>Investitionen in WC</i>	0,38	-0,50	-0,50	-0,32	-0,05	-0,05	-0,06	-0,07	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-15,48	-0,53	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-21,66	-1,35	2,34	5,21	7,27	6,96	8,01	9,21	176,58

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	125,12	137,02
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	24,89	28,34
<i>Barwert des Continuing Value</i>	100,23	108,68
Nettoschulden (Net debt)	-3,70	-2,25
Wert des Eigenkapitals	128,83	139,27
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	128,83	139,27
Ausstehende Aktien in Mio.	37,34	37,62
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,45	3,70

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,41
Eigenkapitalkosten	8,8%
<i>Zielgewichtung</i>	90,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
<i>Zielgewichtung</i>	10,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,4%

Kapitalrendite	WACC				
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%
68,6%	4,45	3,99	3,62	3,31	3,05
69,6%	4,50	4,04	3,66	3,35	3,09
70,6%	4,56	4,08	3,70	3,39	3,12
71,6%	4,61	4,13	3,75	3,42	3,16
72,6%	4,67	4,18	3,79	3,46	3,19

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: (4,5a,5b,6a,7,10,11)

§ 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

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