



Researchstudie (Anno)

SYZYGY AG



**Umsatzerlöse 2016 im Rahmen der Erwartungen,
Sondereffekte belasten Ergebnis,
Rückkehr zum hohen Wachstumstempo in 2018 erwartet**

Kursziel: 12,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

KAUFEN

Kursziel: 12,50

aktueller Kurs: 10,95
10.04.17 / XETRA-Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 12,828
Marketcap³: 141,08
EnterpriseValue³: 125,52
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 47,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 578 Stand: 31.12.2016

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Andrew Stevens, Erwin Greiner



SYZYG AG ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt rund 600 Mitarbeiter und umfasst neun Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZYG Deutschland GmbH, SYZYG UK Ltd. und Hi-ReSI Berlin GmbH entwickeln Webpräsenzen, Online-Kampagnen und Plattformen („Design & Build“). SYZYG Media GmbH (vormals: 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. Ferner werden jeweils 70 %ige Beteiligungen am polnischen Designstudio Ars Thanea und seit April 2016 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, L'Oréal, Mazda, o2, Techniker Krankenkasse etc.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017e | 31.12.2018e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 57,31 | 64,27 | 68,03 | 74,83 |
| EBITDA | 7,39 | 7,37 | 8,43 | 9,52 |
| EBIT | 5,27 | 5,60 | 6,70 | 7,68 |
| Jahresüberschuss | 4,64 | 4,98 | 5,31 | 6,02 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,36 | 0,39 | 0,41 | 0,47 |
| Dividende je Aktie | 0,37 | 0,38 | 0,40 | 0,42 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 2,19 | 1,95 | 1,85 | 1,68 |
| EV/EBITDA | 16,99 | 17,03 | 14,89 | 13,18 |
| EV/EBIT | 23,82 | 22,41 | 18,73 | 16,34 |
| KGV | 30,41 | 28,33 | 26,57 | 23,44 |
| KBV | 2,76 | 2,83 | | |

Finanztermine

| |
|------------------------------|
| 05.05.2017: Q1-Bericht |
| 30.06.2017: Hauptversammlung |
| 08.08.2017: Q2-Bericht |
| 02.11.2017: Q3-Bericht |

**letzter Research von GBC:

| |
|--|
| Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating |
| 26.1.2017: RS / 12,50 / HALTEN |
| 3.11.2016: RS / 13,30 / KAUFEN |
| 5.8.2016: RS / 12,80 / KAUFEN |
| 3.5.2016: RS / 12,80 / KAUFEN |
| 6.4.2016: RS / 12,40 / KAUFEN |

** 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 erneut dynamischen Umsatzwachstum in Höhe von 12,2 % auf 64,27 Mio. € (VJ: 57,31 Mio. €) war die SYZYG-Gruppe in der Lage, einen neuen Rekordwert zu markieren. Die Umsatzentwicklung lag im Rahmen der Unternehmens-Guidance und hat zudem unsere Erwartungen voll erfüllt.
- Die SYZYG AG hätte sogar ein noch höheres Umsatzniveau erreichen können. Infolge der im Nachgang der Brexit-Entscheidung aufgekommenen Schwäche des britischen Pfunds hatten die in UK ansässigen Tochtergesellschaften niedrigere Euro-Umsätze erzielt. Gemäß Unternehmensangaben hatte der Rückgang des britischen Pfunds von durchschnittlich 1,38 GBP/EUR auf 1,22 GBP/EUR einen negativen Umsatzeffekt in Höhe von ca. 2,0 Mio. €. Insgesamt reduzierten sich demnach die im Ausland erzielten Umsätze auf 25,59 Mio. € (VJ: 26,73 Mio. €) und damit wurde ein langjähriger Wachstumstrend unterbrochen. Demgegenüber steht aber bei den deutschen Gesellschaften ein Umsatzwachstum in Höhe von 26,1 % auf 41,22 Mio. € (VJ: 32,69 Mio. €). Hier profitierte die Gesellschaft einerseits von dem im vergangenen Geschäftsjahr (11. April 2016) erworbenen Customer Experience-Spezialisten USEEDS, wodurch sich ein anorganischer Umsatzbeitrag in Höhe von 5,58 Mio. € ergibt. Zudem wurde eine Vielzahl an Neukunden gewonnen, so dass der rein organische Wachstumsbeitrag bei 9,0 % lag.
- Das EBIT kletterte um 6,2 % auf 5,60 Mio. € (VJ: 5,27 Mio. €) und damit im Vergleich zum Umsatz leicht unterproportional. Für den Rückgang der Ergebnismarge sind unter anderem einmalige Sonderfaktoren (Verlust BMW-Plattformetat und daraus eingeleitete Restrukturierungsmaßnahmen bei Hi-ReS! Berlin, Vorstandswechsel, USEEDS-Erwerb) verantwortlich. Die dargestellten Währungseffekte auf Umsatzebene der englischen Gesellschaften hatten keine Ergebnisauswirkung, da auch die Kosten in der Fremdwährung abgerechnet werden. Mit dem Wegfall der Sondereffekte dürfte das EBIT wieder überproportional zulegen und damit die EBIT-Marge ansteigen.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2017 rechnen wir zunächst, analog zur Unternehmens-Guidance, mit einem moderaten Umsatzwachstum in Höhe von 5,8 % auf 68,03 Mio. €. Weiterhin dürften das internationale Geschäft, hier vor allem UK, von den Brexit-bedingten Währungsauswirkungen geprägt sein, während wir bei den deutschen Gesellschaften Neukundengewinne unterstellen. Der Wegfall des BMW-Plattformbudgets (einstelliger Millionenbereich) sollte zum Teil durch den ganzjährigen Einbezug der USEEDS-Umsätze aufgefangen werden. Für das geplante Umsatzwachstum unterstellen wir zudem weiteres kundenbedingtes organisches Wachstum. Für das kommende Geschäftsjahr 2017 rechnen wir wieder mit einer zweistelligen Wachstumsdynamik.
- Auf dieser Basis sowie vor dem Hintergrund der weggefallenden Einmalaufwendungen unterstellen wir einen Anstieg der EBIT-Marge auf 9,8 % (2017) sowie auf 10,3 % (2018). Mittelfristig sollte das EBIT-Margenniveau weiter leicht ansteigen und sich damit in einem zweistelligen Bereich etablieren. In unseren Prognosen haben wir mögliche Unternehmensakquisitionen nicht mit einberechnet. Bei einem umfangreichen Finanzmittelbestand in Höhe von 22,15 Mio. € (31.12.16) ist die kurzfristige Umsetzung anorganischen Wachstums aber jederzeit möglich und auch konkret geplant.
- Wir bestätigen das bisherige Kursziel von 12,50 € und vergeben, bei einem aktuellen Kurspotenzial in Höhe von 14,2 %, das Rating KAUFEN. Die geplante Dividende in Höhe von 0,38 € je Aktie entspricht einer Dividendenrendite von 3,5 %.

INHALTSVERZEICHNIS

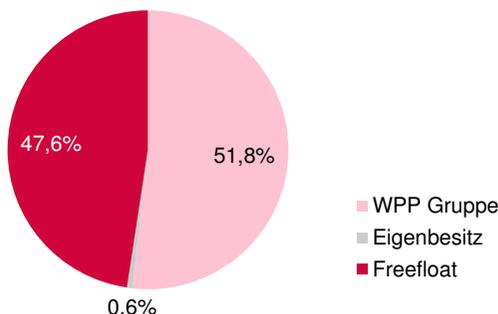
| | |
|--|-----------|
| Executive Summary | 2 |
| Unternehmen | 4 |
| Aktionärsstruktur | 4 |
| Konsolidierungskreis | 4 |
| Referenzkunden (Auswahl) | 5 |
| Markt und Marktumfeld | 6 |
| Digitale Werbung in Deutschland | 6 |
| Digitale Werbung in Großbritannien und USA | 6 |
| Unternehmensentwicklung 2016 | 8 |
| Kennzahlen im Überblick | 8 |
| Geschäftsentwicklung 2016 | 9 |
| Umsatzentwicklung 2016 | 9 |
| Ergebnisentwicklung 2016 | 10 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016 | 12 |
| Prognose und Modellannahmen | 14 |
| Umsatzprognosen 2017 - 2018 | 14 |
| Ergebnisprognosen 2017 - 2018 | 15 |
| Bewertung | 16 |
| Modellannahmen | 16 |
| Bestimmung der Kapitalkosten | 16 |
| Bewertungsergebnis | 16 |
| DCF-Modell | 17 |
| Anhang | 18 |

UNTERNEHMEN

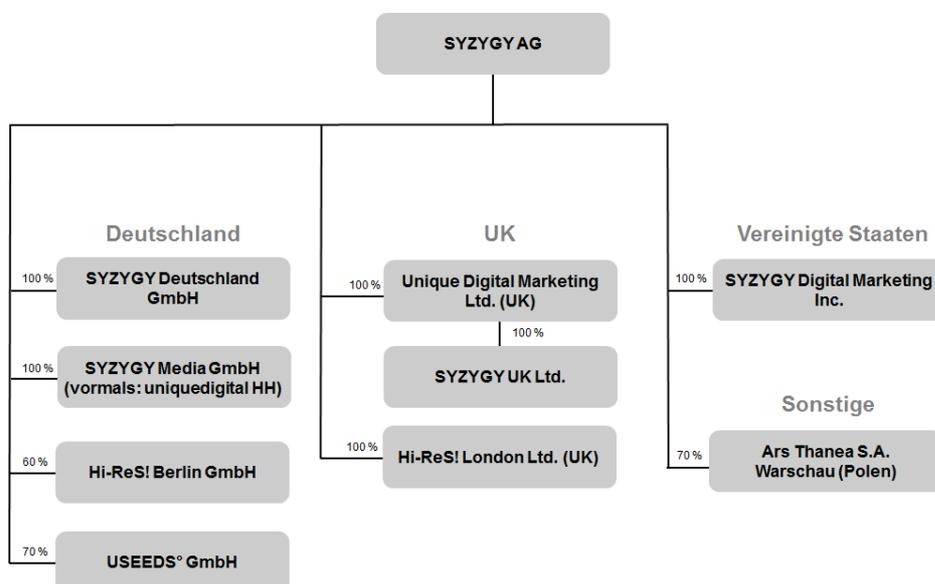
Aktionärsstruktur

| Anteilseigner | in % |
|---------------|-------|
| WPP Gruppe | 51,8% |
| Eigenbesitz | 0,6% |
| Freefloat | 47,6% |

Quelle: SYZGY AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Als internationale Agenturgruppe für digitales Marketing vereint die Konzernobergesellschaft **SYZGY AG** insgesamt neun operativ tätige Tochtergesellschaften womit eine hohe Kundennähe zu den internationalen Kunden gewährleistet ist. Entsprechend der Segmentaufteilung der SYZGY-Umsätze ist der Konsolidierungskreis in „Deutschland“, „Großbritannien“, „Vereinigte Staaten“ sowie „sonstige Segmente“ unterteilt.

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

Der „Online Media“-Bereich wird von den Gesellschaften **SYZGY Media GmbH** (vormals: unquedigital GmbH (Deutschland)), **Unique Digital Marketing Ltd.** (Großbritannien) und **SYZGY 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 SYZGY-Konzerngesellschaften. Darüber hinaus ist das renommierte Designstudio für die kundenunabhängige Erarbeitung innovativer Konzepte verantwortlich.

Mit dem in 2016 erworbenen Customer Experience Spezialisten **USEEDS° GmbH** ist die SYZGY AG nun auch in der Lage, Beratungsleistungen mit dem Fokus auf der Konzeption digitaler Services und Produkte anzubieten. Zum Kundenstamm der erworbenen Gesellschaft gehören namhafte Unternehmen wie eBay, Zürich Versicherung, mobile.de und Consorsbank.

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

Referenzkunden (Auswahl)

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



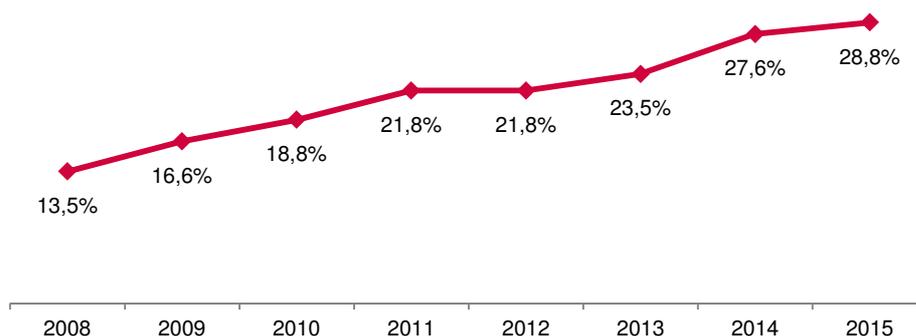
MARKT UND MARKTUMFELD

Die SYZYGY-Gruppe deckt alle relevanten Bereiche des digitalen Marketings ab und ist somit sowohl national als auch international im wachstumsstärksten Bereich innerhalb der Werbebranche positioniert. Angesichts der weiter zunehmenden Bedeutung und Durchdringung des Internets, werden die Kommunikationsbudgets immer stärker von den klassischen Kanälen auf diesen dynamischen Bereich umgelagert.

Digitale Werbung in Deutschland

Bezeichnend für die zunehmende Bedeutung des Internets im Kommunikationsmix der Werbetreibenden ist der seit Jahren zunehmende Anteil der Onlinewerbung. Laut den im September 2016 zuletzt aktualisierten Daten des OVK (Online-Vermarkterkreis im BVDW) lag der Anteil der digitalen Werbung an den gesamten Nettowerbeinvestitionen in 2015 mit 28,8 % bereits nur noch 0,5 % hinter dem Fernsehen, dem bisher mit Abstand größten Werbeträger. Im Jahr 2010, als 18,8 % der Werbeinvestitionen auf den Onlinebereich entfielen, lag der Abstand zum Medium Fernsehen noch bei rund 20,0 %.

Anteile der Onlinewerbung am Mediamix



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

Bis zum Ende 2016 haben gemäß OVK die digitalen Werbeumsätze um 6,5 % auf 1,7 Mrd. € zugelegt. Erwartungsgemäß präsentieren sich damit die digitalen Medien als besonders wachstumsstark. Im Vergleich dazu geht das Agenturnetzwerk Carat für 2016 von einem Wachstum des Gesamtwerbemarktes in Höhe von 2,3 % aus, so dass sich hier die Tendenz der zunehmenden Bedeutung des Onlinebereiches fortsetzen dürfte.

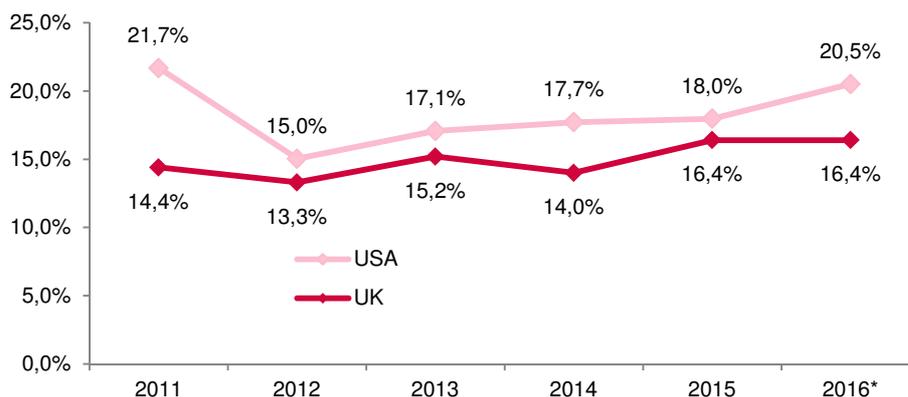
Für 2017 unterstellt die OVK sogar eine Beschleunigung der Dynamik bei einem prognostizierten Wachstum der Ausgaben für digitale Werbung in Höhe von 7,0 % auf dann 1,91 Mrd. €. Wichtige Treiber dürften dabei weiterhin die positiven Entwicklungen in den Bereichen „Mobile“ und „Bewegt看“ sein, wobei mittlerweile die meisten Kampagnen endgeräteübergreifend stattfinden.

Digitale Werbung in Großbritannien und USA

Durch die internationale Ausrichtung partizipiert die SYZYGY-Gruppe auch an der dynamischen Marktentwicklung außerhalb Deutschlands. Die neben Deutschland am Umsatz gemessen zweitwichtigste Region ist dabei Großbritannien. Seit 2014 ist die Gesellschaft über die in New York ansässige Tochtergesellschaft SYZYGY Digital Marketing Inc. auch in den USA repräsentiert.

In beiden Regionen, also sowohl in Großbritannien als auch in den USA, verzeichnet die digitale Werbung deutlich höhere Wachstumsraten als in Deutschland. Während die digitalen Werbeumsätze hierzulande in 2016 um 6,5 % zugelegt haben, wird in Großbritannien ein Anstieg der Werbeumsätze in Höhe von 16,4 % (Quelle: Internet Advertising Bureau UK) und in den USA in Höhe von 20,5 % (Quelle: eMarketer) erwartet. In den USA dürften dabei erstmals die digitalen Werbeumsätze höher liegen als die Umsätze mit Fernsehwerbung. Sowohl in Großbritannien als auch in den USA zeichnen die Bereiche „Mobile“ und „Bewegtbild“ als Hauptfaktoren für die hohe Dynamik verantwortlich.

Wachstum der digitalen Werbeumsätze ggü. Vorjahr in UK und den USA



Quelle: IAB Internet Advertising Bureau UK, eMarketer; GBC AG

Gemäß Prognosen sollte sich die hohe Wachstumsdynamik auch im laufenden Geschäftsjahr 2017 fortsetzen. So wird in den USA, trotz fehlender Werbeeinnahmen im Zusammenhang mit der US-Wahl oder den olympischen Sommerspielen, mit einer weiterhin signifikanten Wachstumsdynamik in Höhe von rund 15 % gerechnet. In Großbritannien wird aufgrund erwarteter leicht negativer Effekte im Zusammenhang mit dem Brexit ein niedrigeres Wachstum in Höhe von 9,5 % erwartet, dieses dürfte jedoch immer noch dynamischer als in Deutschland ausfallen.

Es wird also ersichtlich, dass die SYZYGY-Gruppe, die mit ihren Tochtergesellschaften alle wichtigen Segmente im Onlinewerbebereich abdeckt, sowohl in Deutschland als auch international damit im so genannten „Sweet-Spot“ der Werbebranche tätig ist.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG 2016

Kennzahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €) | GJ 2014 | GJ 2015 | GJ 2016 | GJ 2017e | GJ 2018e |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 47,08 | 57,31 | 64,27 | 68,03 | 74,83 |
| Einstandskosten | -34,29 | -40,62 | -47,43 | -47,96 | -52,61 |
| Nettoergebnis | 12,79 | 16,70 | 16,84 | 20,07 | 22,23 |
| Vertriebs- und Marketingkosten | -4,33 | -6,15 | -6,34 | -6,67 | -7,26 |
| Allgemeine Verwaltungskosten | -5,13 | -6,21 | -6,79 | -6,80 | -7,48 |
| sonstiges betriebliche Ergebnis | 0,51 | 0,93 | 1,89 | 0,10 | 0,20 |
| EBIT | 3,84 | 5,27 | 5,60 | 6,70 | 7,68 |
| Finanzergebnis | 2,16 | 1,98 | 1,34 | 1,30 | 1,30 |
| EBT | 6,00 | 7,24 | 6,93 | 8,00 | 8,98 |
| Steuern | -1,26 | -2,38 | -1,84 | -2,24 | -2,52 |
| Minderheitenanteile | -0,34 | -0,23 | -0,12 | -0,45 | -0,45 |
| Jahresüberschuss | 4,40 | 4,64 | 4,98 | 5,31 | 6,02 |
| EBITDA | 6,40 | 7,39 | 7,37 | 8,43 | 9,52 |
| in % der Umsatzerlöse | 13,6% | 12,9% | 11,5% | 12,4% | 12,7% |
| EBIT | 3,84 | 5,27 | 5,60 | 6,70 | 7,68 |
| in % der Umsatzerlöse | 8,2% | 9,2% | 8,7% | 9,8% | 10,3% |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,34 | 0,36 | 0,39 | 0,41 | 0,47 |
| Dividende je Aktie in € | 0,35 | 0,37 | 0,38 | 0,40 | 0,42 |

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2016

| GuV (in Mio. €) | GJ 2014 | GJ 2015 | GJ 2016 |
|-------------------------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 47,08 | 57,31 | 64,27 |
| davon in Deutschland | 26,78 | 32,69 | 41,22 |
| davon in Großbritannien | 16,33 | 16,30 | 14,97 |
| davon in USA | 2,89 | 7,42 | 7,44 |
| davon Sonstige | 2,76 | 3,00 | 3,18 |
| EBITDA | 6,40 | 7,39 | 7,37 |
| EBITDA-Marge | 13,6% | 12,9% | 11,5% |
| EBIT | 3,84 | 5,27 | 5,60 |
| EBIT-Marge | 8,2% | 9,2% | 8,7% |
| Jahresüberschuss | 4,40 | 4,64 | 4,98 |
| EPS in € | 0,35 | 0,37 | 0,39 |

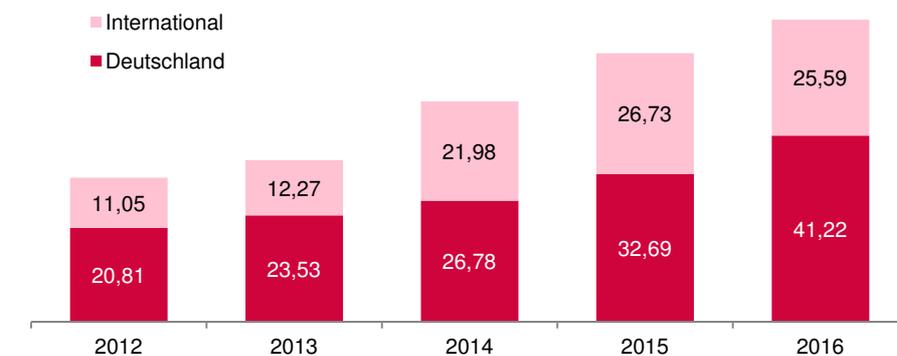
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2016

Die SYZYGY-Gesellschaften agieren, gemessen am Umsatzvolumen, vornehmlich in den regionalen Märkten Deutschland, Großbritannien und den USA. Insgesamt erreichte die SYZYGY-Gruppe dabei im vergangenen Geschäftsjahr 2016 erwartungsgemäß einen neuen Umsatzrekordwert in Höhe von 64,27 Mio. € (VJ: 57,31 Mio. €), was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg in Höhe von 12,2 % entspricht. Diese positive und absolut im Rahmen unserer Erwartungen sowie der Unternehmens-Guidance liegende Umsatzentwicklung wurde dabei ausschließlich von den deutschen Gesellschaften getragen.

In Deutschland legten die Umsätze dabei um insgesamt 26,1 % auf 41,22 Mio. € (VJ: 32,69 Mio. €) signifikant zu und damit konnte sogar die Wachstumsdynamik der Vorjahre übertroffen werden. Hier profitierte die Gesellschaft einerseits von dem im vergangenen Geschäftsjahr (11. April 2016) erworbenen Customer Experience-Spezialisten USEEDS, wodurch sich ein anorganischer Umsatzbeitrag in Höhe von 5,58 Mio. € ergibt. Bereinigt um den anorganischen Effekt hätten die deutschen Gesellschaften ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,0 % erzielt. Hier sind Neukundengewinne, wie etwa L'Oréal, BMW Lifestyle Group, Mercedes AMG, Lufthansa Miles & More oder die Ahlers Group, sowie die Aufstockung bestehender Kundenetats zu erwähnen. Der Verlust eines Teilbereiches des BMW-Etats durch die Berliner Tochtergesellschaft Hi-ReS! hatte, da erst im November 2016 erfolgt, einen nur geringen Effekt auf die 2016er Zahlen.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die als „International“ subsummierten Umsätze in Großbritannien, USA sowie die unter dem Segment „Sonstige“ erfassten Umsätze der Tochtergesellschaft Ars Thanea lagen mit insgesamt 25,59 Mio. € (VJ: 26,73 Mio. €) um 4,2 % unter dem Vorjahreswert. Hier sind insbesondere die in Großbritannien ansässigen Tochtergesellschaften zu erwähnen, die infolge der Schwäche des britischen Pfunds niedrigere Euro-Umsätze ausgewiesen haben. Allerdings gilt es hier festzuhalten, dass dieser Effekt durch die niedrigeren in Pfund abgerechneten Kosten vergleichsweise ergebnisneutral ist. Gemäß Unternehmensangaben hatte der Rückgang des britischen Pfunds von durchschnittlich 1,38 GBP/EUR auf 1,22 GBP/EUR einen negativen Umsatzeffekt in Höhe von ca. 2,0 Mio. €, so dass auch international ein Umsatzwachstum erzielt worden wäre (3,2 % gemäß eigenen Berechnungen).

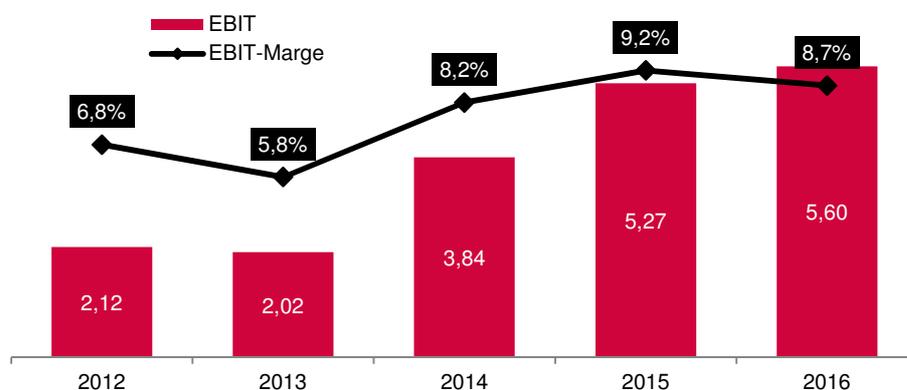
Ergebnisentwicklung 2016

Während die Umsatzerlöse im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen sind, ist der im Vergleich zum Umsatz unterproportionale EBIT-Anstieg in Höhe von 6,2 % auf 5,60 Mio. € (VJ: 5,27 Mio. €) sowohl unterhalb unseren Erwartungen als auch unterhalb der zuvor kommunizierten Unternehmens-Guidance geblieben. Die EBIT-Marge verringerte sich dementsprechend leicht auf 8,7 % (VJ: 9,2 %).

Einerseits sind hier die ersten negativen Ergebnisauswirkungen im Zusammenhang mit dem Wegfall des BMW-Plattformbudgets bei Hi-ReS! Berlin sowie die dazugehörigen eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen enthalten. Darüber hinaus gab es weitere kostenerhöhende Effekte aus dem mittlerweile abgeschlossenen Vorstandswechsel sowie im Zusammenhang mit der USEEDS-Übernahme. Den kostenbelastenden Effekten stehen ergebniswirksame Einmalerträge aus der Anpassung der anstehenden Earn-Out-Zahlungen für Ars Thanea in Höhe von 1,01 Mio. € gegenüber, diese konnten jedoch den allgemeinen Kostenanstieg nicht kompensieren.

Unserer Ansicht nach haben die skizzierten Entwicklungen des vergangenen Geschäftsjahres einen einmaligen Charakter, so dass in den kommenden Geschäftsjahren eine Verbesserung der operativen Ergebnismargen sichtbar werden sollte (siehe Prognosen und Modellannahmen):

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



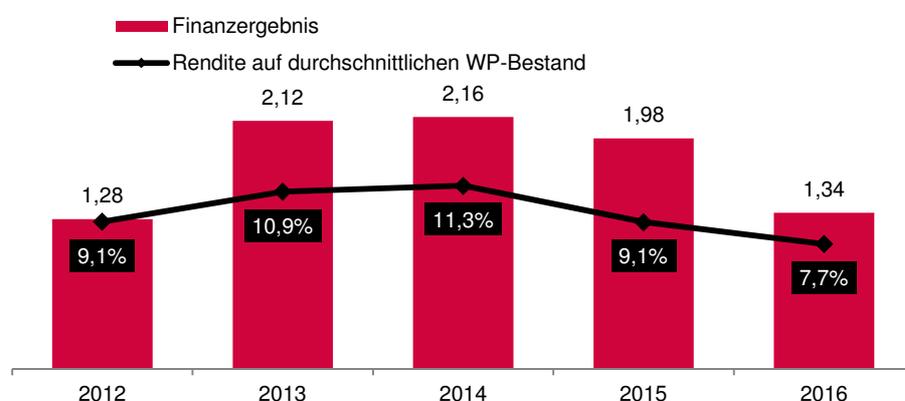
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

In den insgesamt höheren Kosten sind nach Informationen des SYZYGY-Managements auch generell höhere Kosten aus dem Bereich M&A enthalten, da hier eine stärkere Forcierung und dadurch intensiveres Screening nach geeigneten Übernahmekandidaten stattgefunden hat. Mit der im April 2016 erfolgten Übernahme der USEEDS waren die intensiveren M&A-Aktivitäten bereits erfolgreich. Ein Teil des Kaufpreises wurde in Höhe

von 4,66 Mio. € in Bar entrichtet, so dass die SYZYGY-Gruppe im vergangenen Geschäftsjahr über einen niedrigeren durchschnittlichen Liquiditätsbestand verfügte, als im vergleichbaren Vorjahreszeitraum.

Gemäß eigenen Berechnungen (Mittelwert der Quartalswerte) belief sich der durchschnittliche Wertpapierbestand zwar mit 17,35 Mio. € (VJ: 21,81 Mio. €) weiterhin auf hohem Niveau, dieser lag jedoch niedriger als im Vorjahr. Das SYZYGY-Management hat dabei in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgreich ein aktives Finanzmanagement umgesetzt. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr lag die erwirtschaftete Rendite auf den durchschnittlich vorhandenen Wertpapierbestand bei einem erneut hohen Wert von 7,7 % (VJ: 9,1 %), so dass ein Finanzergebnis in Höhe von 1,34 Mio. € (VJ: 1,98 Mio. €) erzielt wurde. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr ist sowohl dem geringeren Wertpapierbestand als auch der leicht rückläufigen Renditeentwicklung geschuldet:

Finanzergebnis (in Mio. €) und durchschnittliche Rendite* auf WP-Bestand (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG; *gemäß eigenen Berechnungen

Die unterproportionale Ergebnisentwicklung konnte den Rückgang beim Finanzergebnis nicht kompensieren, so dass für 2016 ein rückläufiges Vorsteuerergebnis in Höhe von 6,93 Mio. € (VJ: 7,24 Mio. €) ausgewiesen wird. Aufgrund eines deutlich geringeren Anteils an ausländischen Steuersätzen reduzierte sich der Steueraufwand in 2016 deutlich auf 1,84 Mio. € (VJ: 2,38 Mio. €). Damit verzeichnete die Gesellschaft beim Jahresüberschuss dann doch einen Anstieg auf 4,98 Mio. € (VJ: 4,64 Mio. €). Im Vorjahr hatten die vergleichsweise hohen Gewinnanteile in den USA zu einem vergleichsweise hohen Steuersatz geführt. So wurden kommunale Steuern im Bundesstaat New York erhoben, wodurch sich in 2015 in der Berichtsregion „Vereinigte Staaten“ ein Steuersatz von 45,0 % ergeben hatte.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2016

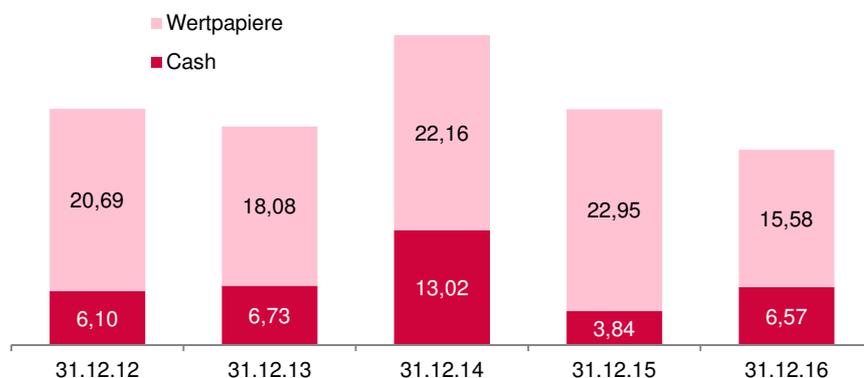
| in Mio. € | 31.12.2014 | 31.12.2015 | 31.12.2016 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 50,94 | 51,19 | 49,79 |
| EK-Quote (in %) | 61,0% | 66,0% | 61,6% |
| Goodwill | 25,36 | 25,08 | 33,80 |
| Operatives Anlagevermögen | 3,34 | 3,35 | 3,23 |
| Working Capital | -11,22 | -3,47 | -3,37 |
| Liquide Mittel | 35,17 | 26,79 | 22,15 |
| Cashflow - operativ | 14,41 | -2,42 | 5,93 |
| Cashflow - Investition | -5,31 | -2,82 | 2,12 |
| Cashflow - Finanzierung | -3,78 | -4,44 | -4,86 |

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Auch nach der USEEDS-Übernahme, die für die größten Veränderungen in der SYZYGY-Bilanz verantwortlich ist, hat sich am soliden Vermögensbild der SYZYGY-Gruppe nichts verändert. Zum 31.12.2016 hat die Gesellschaft erstmals eine Kaufpreisallokation vorgenommen, woraus sich ergab, dass nahezu der gesamte Wertansatz der neu hinzugekommenen USEEDS dem Goodwill zugerechnet wurde. Dementsprechend kletterten die Firmenwerte von 25,08 Mio. € (31.12.15) auf 33,80 Mio. € (31.12.16). Da aus der PPA (Purchase Price Allocation) lediglich immaterielle Vermögenswerte in Höhe von 0,33 Mio. € allokiert wurden, werden PPA-Abschreibungen auch künftig kaum eine Rolle spielen.

Der Kaufpreis des 70%-Anteils an der USEEDS in Höhe von 5,38 Mio. € wurde größtenteils Bar entrichtet (4,66 Mio. €) sowie in Höhe von 0,50 Mio. € durch eine Aktienübertragung bezahlt. An dieser Stelle sind erneut die, bereinigt um Working Capital-Effekte, typischerweise hohen Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft zu erwähnen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr beliefen sich diese auf 5,93 Mio. €, womit die SYZYGY in der Lage war, den USEEDS-Erwerb vollständig hieraus zu bezahlen. Aufgrund der darüber hinaus erfolgten Dividendenzahlung in Höhe von 4,72 Mio. € reduzierte sich der Bestand liquider Mittel zwar auf 22,15 Mio. € (VJ: 26,79 Mio. €), dieser bietet jedoch eine weiterhin ausreichende Basis zur Umsetzung möglichen kurzfristigen anorganischen Wachstums.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Auf der Passivseite dominiert weiterhin das Eigenkapital, welches sich aufgrund nicht realisierter Währungsverluste (-2,21 Mio. €) sowie der erfolgten Dividendenzahlung (-4,72 Mio. €) leicht auf 47,79 Mio. € (31.12.15: 51,19 Mio. €) reduziert hat. Gemessen an der im Nachgang der USEEDS-Übernahme leicht ausgeweiteten Bilanzsumme, redu-

zierte sich die EK-Quote auf 61,6 % (VJ: 66,0 %). Das weiterhin von jeglichen Bankverbindlichkeiten freie Fremdkapital legte dementsprechend leicht zu.

Die langfristigen Verbindlichkeiten stehen hier besonders im Fokus. Hier sind die Optionsvereinbarungen für den Erwerb weiterer Anteile an der USEEDS mit insgesamt 5,32 Mio. € erstmalig bilanziert und damit nahezu ausschließlich für den Anstieg des Fremdkapitals verantwortlich. Gemäß bereits abgeschlossenem Kaufvertrag wird im ersten Quartal 2019 eine weitere Aufstockung um 10 % erfolgen. Es besteht darüber hinaus eine gegenseitige Put-/Call-Option über den Erwerb von weiteren 20 %, ausübbar ab dem Jahr 2022.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

| GuV (in Mio. €) | GJ 2016 | GJ 2017e | GJ 2018e |
|------------------|---------|----------|----------|
| Umsatzerlöse | 64,27 | 68,03 | 74,83 |
| EBITDA | 7,37 | 8,43 | 9,52 |
| EBITDA-Marge | 11,5% | 12,4% | 12,7% |
| EBIT | 5,60 | 6,70 | 7,68 |
| EBIT-Marge | 8,7% | 9,9% | 10,3% |
| Jahresüberschuss | 4,98 | 5,31 | 6,02 |
| EPS in € | 0,39 | 0,41 | 0,47 |

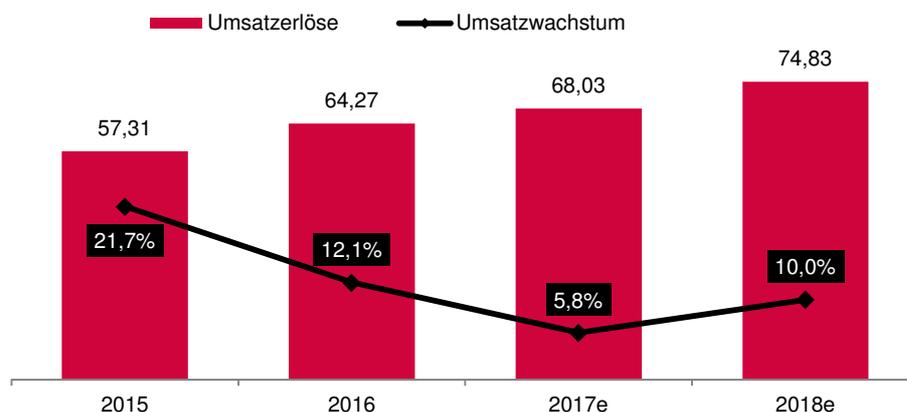
Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen 2017 - 2018

Nachdem die SYZYGY-Gruppe in den vergangenen Geschäftsjahren ein deutlich zweistelliges Umsatzwachstum erreichen konnte, dürfte dieser Trend kurzfristig unterbrochen werden. Gemäß Unternehmens-Guidance wird für das laufende Geschäftsjahr von einem moderaten Umsatzwachstum im unteren einstelligen Bereich ausgegangen. Wie auch schon im abgelaufenen Geschäftsjahr, dürften hier insbesondere die in UK ansässigen Tochtergesellschaften, aufgrund der Brexit-Unsicherheiten, von einer möglicherweise weiterhin schwachen Entwicklung des britischen Pfunds belastet sein. Umgerechnet im stärkeren Euro würde sich dies in einem rückläufigen Umsatzniveau auswirken. Der Kurs GBP/EUR hat sich dabei im ersten Quartal 2017 auf niedrigem Niveau eingependelt. Hier ist aber zu berücksichtigen, dass analog dazu auch die in britischen Pfund anfallenden Kosten ebenfalls in der Umrechnung niedriger ausfallen, so dass die Auswirkung auf das operative Ergebnis nur marginal sein dürfte.

Wir gehen für das laufende Geschäftsjahr von einem Umsatzwachstum in Höhe von 5,8 % auf 68,03 Mio. € aus. Hierfür unterstellen wir einen weiterhin hohen organischen Wachstumsbeitrag, aus der Gewinnung von Neukunden sowie aus der allgemein höheren Umsatzbasis durch die im vergangenen Geschäftsjahr gewonnen Neukunden (Sprachschule Berlitz, E-Shop der BMW Lifestyle Group, Miles & More, L'Oréal, Mercedes AMG). Darüber hinaus dürfte die Gesellschaft einen leichten anorganischen Basiseffekt verzeichnen, da die im April 2016 erworbene USEEDS erstmalig ganzjährige Umsatzerlöse beisteuern dürfte. Sowohl das organische als auch das anorganische Umsatzwachstum dürften in Summe den Wegfall des BMW-Plattformbudgets ausgleichen, welcher gemäß unseren Erkenntnissen im mittleren einstelligen Millionenbereich liegen dürfte.

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



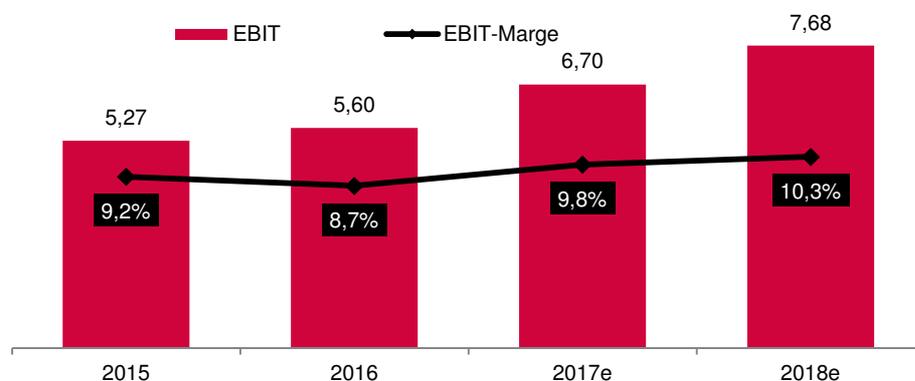
Quelle: GBC AG

Im kommenden Geschäftsjahr 2018 rechnen wir mit einer Rückkehr zum zweistelligen Umsatzwachstum. Wir erwarten, dass die UK-Töchter wieder wichtige Wachstumsimpulse beisteuern, sowie parallel dazu, eine Fortsetzung des Wachstumskurses bei den deutschen Gesellschaften. Hier haben wir weiterhin die Gewinnung von Neukunden unterstellt, womit dann insgesamt das verlorene BMW-Plattformat vollständig kompensiert sein dürfte. Nicht mit eingerechnet sind hier mögliche Unternehmensakquisitionen, welche ausgehend vom umfangreichen Wertpapierbestand in Höhe von 15,58 Mio. € (31.12.16) jederzeit möglich sind. Gemäß Unternehmensangaben ist weiteres anorganisches Wachstum (siehe Erwerb der USEEDS) ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie.

Ergebnisprognosen 2017 - 2018

Die SYZGY geht in seiner Unternehmensguidance von einem leicht überproportionalen Anstieg der EBIT-Marge in 2017 aus. Wie erwähnt, spielen die Währungseffekte keine Rolle für die Ergebnisentwicklung, da die Kosten in der Fremdwährung abgerechnet werden und damit, umgerechnet in Euro, analog zu den Umsatzerlösen ebenfalls niedriger ausfallen. Die leicht überproportionale EBIT-Entwicklung ist zudem auch als eine Folge von wegfallenden Einmalaufwendungen (Vorstandswechsel; höhere Kosten für die Veranstaltung Digital Innovation Day) zu verstehen. Zudem weist die neu erworbenen USEEDS mit einer Umsatzrendite in Höhe von 13,7 % ein vergleichsweise hohes Rentabilitätsniveau auf.

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



Quelle: GBC AG

Im kommenden Geschäftsjahr rechnen wir, angesichts des höheren Umsatzniveaus und damit verbundener möglicher Skaleneffekte, mit einer weiteren Verbesserung der EBIT-Marge auf 10,3 %. Mittelfristig sollte das EBIT-Margenniveau weiter leicht ansteigen und sich damit in einem zweistelligen Bereich etablieren. Dies bildet die langfristige Basis für unser DCF-Bewertungsmodell.

In unserem Bewertungsmodell haben wir zudem die noch ausstehende Earn-Out-Zahlung aus dem Erwerb der Ars Thanea sowie den vollständigen Erwerb der USEEDS (aktuelle Beteiligungsquote: 70 %) berücksichtigt. Bis 2022 rechnen wir in diesem Zusammenhang mit einem Liquiditätsabfluss in Höhe von 7,21 Mio. €.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYG AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 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 12,5 % 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 SYZYG 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 1,25 % (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 1,13 (bisher: 1,15). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,75) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,48 % (bisher: 6,82 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,48 % (bisher: 6,82 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,48 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 12,50 € (bisher 12,50 €).

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 | 12,5% | ewige EBITA - Marge | 11,5% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 26,2% | effektive Steuerquote im Endwert | 28,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 0,1% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|
| | GJ 17e | GJ 18e | GJ 19e | GJ 20e | GJ 21e | GJ 22e | GJ 23e | GJ 24e | |
| in Mio. EUR | | | | | | | | | |
| Umsatz (US) | 68,03 | 74,83 | 79,32 | 84,08 | 89,13 | 94,47 | 100,14 | 106,15 | |
| US Veränderung | 5,8% | 10,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 2,5% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 20,01 | 29,93 | 25,26 | 25,26 | 25,26 | 25,26 | 25,26 | 25,26 | |
| EBITDA | 8,43 | 9,52 | 9,92 | 10,51 | 11,14 | 11,81 | 12,52 | 13,27 | |
| EBITDA-Marge | 12,4% | 12,7% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | 12,5% | |
| EBITA | 6,70 | 7,68 | 9,26 | 9,69 | 10,27 | 10,88 | 11,54 | 12,23 | |
| EBITA-Marge | 9,8% | 10,3% | 11,7% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% | 11,5% |
| Steuern auf EBITA zu EBITA | -1,88 | -2,15 | -2,59 | -2,71 | -2,88 | -3,05 | -3,23 | -3,42 | |
| EBI (NOPLAT) | 4,82 | 5,53 | 6,67 | 6,98 | 7,39 | 7,84 | 8,31 | 8,81 | |
| Kapitalrendite | n.def. | 291,2% | 444,5% | 219,4% | 219,4% | 219,4% | 219,4% | 219,4% | 212,1% |
| Working Capital (WC) | -1,50 | -1,00 | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,05 | 0,05 | 0,05 | |
| WC zu Umsatz | -2,2% | -1,3% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,1% | |
| Investitionen in WC | -1,87 | -0,50 | -1,04 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 3,40 | 2,50 | 3,14 | 3,33 | 3,53 | 3,74 | 3,96 | 4,20 | |
| AFA auf OAV | -1,73 | -1,84 | -0,66 | -0,82 | -0,87 | -0,92 | -0,98 | -1,04 | |
| AFA zu OAV | 50,9% | 73,6% | 26,2% | 26,2% | 26,2% | 26,2% | 26,2% | 26,2% | |
| Investitionen in OAV | -1,90 | -0,94 | -1,30 | -1,01 | -1,07 | -1,14 | -1,20 | -1,28 | |
| Investiertes Kapital | 1,90 | 1,50 | 3,18 | 3,37 | 3,57 | 3,79 | 4,01 | 4,26 | |
| EBITDA | 8,43 | 9,52 | 9,92 | 10,51 | 11,14 | 11,81 | 12,52 | 13,27 | |
| Steuern auf EBITA | -1,88 | -2,15 | -2,59 | -2,71 | -2,88 | -3,05 | -3,23 | -3,42 | |
| Investitionen gesamt | -3,77 | -1,44 | -6,00 | -1,01 | -1,07 | -4,68 | -1,21 | -1,28 | |
| Investitionen in OAV | -1,90 | -0,94 | -1,30 | -1,01 | -1,07 | -1,14 | -1,20 | -1,28 | |
| Investitionen in WC | -1,87 | -0,50 | -1,04 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | -3,67 | 0,00 | 0,00 | -3,54 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 2,78 | 5,93 | 1,32 | 6,78 | 7,19 | 4,08 | 8,08 | 8,56 | 179,09 |

| | | |
|-------------------------------------|--------------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 138,85 | 143,31 |
| Barwert expliziter FCFs | 30,77 | 27,14 |
| Barwert des Continuing Value | 108,08 | 116,17 |
| Nettoschulden (Net debt) | -21,75 | -23,85 |
| Wert des Eigenkapitals | 160,60 | 167,15 |
| Fremde Gewinnanteile | -0,30 | -0,32 |
| Wert des Aktienkapitals | 160,29 | 166,84 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 12,83 | 12,83 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 12,50 | 13,01 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 1,3% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,13 |
| Eigenkapitalkosten | 7,5% |
| Zielgewichtung | 100,0% |
| Fremdkapitalkosten | 4,5% |
| Zielgewichtung | 0,0% |
| Taxshield | 25,0% |
| WACC | 7,5% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| 210,6% | 15,24 | 13,68 | 12,44 | 11,43 | 10,60 |
| 211,4% | 15,28 | 13,71 | 12,47 | 11,46 | 10,62 |
| 212,1% | 15,32 | 13,75 | 12,50 | 11,48 | 10,65 |
| 212,9% | 15,37 | 13,78 | 12,53 | 11,51 | 10,67 |
| 213,6% | 15,41 | 13,82 | 12,56 | 11,54 | 10,69 |

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 möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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
Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

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