



## **Researchstudie (Anno)**

**SYZYG Y AG**

S / Z / G /

**Hohes Umsatz- und Ergebniswachstum nach Sonderjahr erwartet, Kursziel unverändert**

**Kursziel: 11,70 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

## SYZYG AG<sup>\*5a,7,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 11,70

aktueller Kurs: 10,60  
13.04.18 / XETRA / 15:10 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005104806  
WKN: 510480  
Börsenkürzel: SYZ  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 13,50  
Marketcap<sup>3</sup>: 143,10  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 148,57  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

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

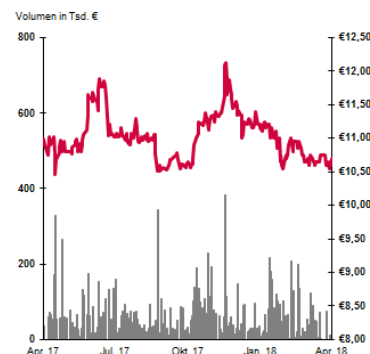
Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 621 Stand: 31.12.2017

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Erwin Greiner, Frank Ladner



SYZYG ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing, die 1995 gegründet wurde, mit Standorten in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau. Der Konzern beschäftigt über 600 Mitarbeiter und umfasst elf Einheiten, die für internationale Unternehmen ein ganzheitliches Dienstleistungsspektrum von der strategischen Beratung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung von Markenplattformen, Business Applikationen, Websites, Online-Kampagnen und Mobile Apps anbietet. Einen bedeutenden Geschäftsbereich stellen darüber hinaus Online Media-Services wie Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Affiliate Programme dar. Überdies unterstützt SYZYG Kunden im Bereich Customer Experience sowie Usability und deckt zudem den Bereich Strategieberatung ab. Zu den Kunden gehören renommierte Marken wie American Express, AutoScout24, AVIS, Barclaycard, BMW, comdirekt bank, Commerzbank, Consorsbank; Daimler, Deutsche Bank, Deutsche Telekom, KfW, Mazda, o2, Samsung, Techniker Krankenkasse und die VW-Gruppe.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	64,27	60,67	70,30	77,33
EBITDA	7,37	6,18	8,49	9,37
EBIT	5,60	4,10	6,24	7,12
Jahresüberschuss	4,98	4,99	5,02	5,64

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,39	0,39	0,37	0,42
Dividende je Aktie	0,37	0,39	0,40	0,42

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,31	2,45	2,11	1,92
EV/EBITDA	20,16	24,04	17,49	15,86
EV/EBIT	26,55	36,27	23,80	20,87
KGV	28,72	28,68	28,53	25,37
KBV	2,87	2,56		

### Finanztermine

04.05.2018: Q1-Bericht 2018  
15.06.2018: Hauptversammlung  
03.08.2018: Halbjahresbericht 2018  
02.11.2018: 9-Monatsbericht 2018

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
08.02.2018: RG / 11,70 / HALTEN  
07.11.2017: RG / 12,10 / HALTEN  
14.08.2017: RS / 12,50 / KAUFEN  
09.05.2017: RS / 12,50 / KAUFEN  
11.04.2017: RS / 12,50 / KAUFEN  
26.01.2017: RS / 12,50 / HALTEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die Umsatzentwicklung der SYZYGY-Gruppe war im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 noch vom Wegfall des Plattformgeschäftes von BMW geprägt, was einen negativen Umsatzeffekt in Höhe von ca. 6,0 Mio. € zur Folge hatte. Darüber hinaus kam es bei den Bestandskunden zu geringeren Budgetabrufen, so dass sich organisch eine rückläufige Umsatzentwicklung auf 55,50 Mio. € (VJ: 64,27 Mio. €) ergeben hat. Der Umsatzrückgang konnte jedoch durch die erstmalige Integration der beiden in 2017 erworbenen Gesellschaften Catbird Seat GmbH und different GmbH, die zusammen Umsatzerlöse in Höhe von 5,17 Mio. € beigesteuert hatten, etwas aufgefangen werden. Die Gesamtumsätze der SYZYGY-Gruppe lagen in 2017 demnach bei 60,67 Mio. € (VJ: 64,27 Mio. €).
- Der analog zur Umsatzminderung verzeichnete EBIT-Rückgang auf 4,10 Mio. € (VJ: 5,60 Mio. €) ist überproportional stark ausgefallen. Als ergebnisbelastend hatten sich, neben den weggefallenen Umsätzen, insbesondere einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Abbau von Mitarbeitern bei der Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH (umfirmiert in SYZYGY Berlin GmbH) ausgewirkt. Darüber hinaus sind einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Erwerb der beiden neuen Gesellschaften entstanden.
- Die SYZYGY-Gruppe sollte nach dem von Sondereffekten geprägten Geschäftsjahr 2017 schnell wieder auf den gewohnten Wachstumspfad zurückkehren. Das Management geht dabei für das laufende Geschäftsjahr von einer zweistelligen Wachstumsdynamik aus. Alleine der Basiseffekt des erstmaligen ganzjährigen Einbezugs der in 2017 erworbenen Gesellschaften sollte hier zu signifikanten Umsatzeffekten führen. Darüber hinaus sollte die SYZYGY AG in der Lage sein, Cross-Selling-Potenziale zu heben. Mit dem Erwerb des Strategieberaters different GmbH ist die SYZYGY AG in der Lage, den margen- und wachstumsstarken Beratungsbereich abzudecken und damit eine signifikante horizontale Ausweitung der Produktpalette umzusetzen. Auch bei der Catbird Seat GmbH ergeben sich Cross-Selling-Potenziale, da die neu erworbene Gesellschaft mit einem stark Daten- und analytisch getriebenen Content Marketing ein von der SYZYGY AG noch nicht stark erschlossenes Geschäftsfeld adressiert.
- Das SYZYGY-Management rechnet mit einer Steigerung der EBIT-Marge in den oberen einstelligen Bereich und erwartet folglich, nach dem Sonderjahr 2017, eine Normalisierung der Rentabilitätssituation. Alleine der Wegfall der außerordentlichen Aufwendungen aus der Restrukturierung von Hi-ReS! Berlin GmbH dürfte eine überproportionale Ergebnisentwicklung nach sich ziehen. Darüber hinaus rechnen wir im Bereich der Strategieberatung mit etwas höheren Ergebnismargen als im klassischen Bereich der digitalen Dienstleistungen, so dass hieraus zusätzlich positive Margenimpulse entstehen dürften.
- Für 2018 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 70,30 Mio. € und für 2019 in Höhe von 77,33 Mio. €. Die EBIT-Marge dürfte nach dem Wegfall der Sonderaufwendungen wieder auf Normalniveau ansteigen. Konkret sollte die EBIT-Marge unseren Prognosen zufolge auf 8,9 % (2018) sowie auf 9,2 % (2019) ansteigen.
- Auf Basis des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel von 11,70 € (bisher: 11,70 Mio. €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 10,4 % und wir vergeben daher das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

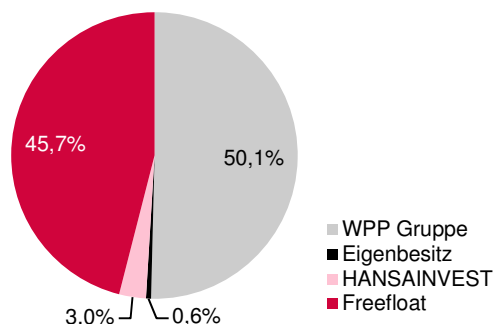
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Referenzkunden (Auswahl) .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Digitale Werbung in Deutschland .....	6
Digitale Werbung Großbritannien und USA .....	7
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2017 .....	9
Umsatzentwicklung 2017 .....	9
Ergebnisentwicklung 2017 .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>14</b>
Umsatzprognosen 2018-2019 .....	14
Ergebnisprognosen 2018-2019 .....	15
Bewertung .....	16
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
DCF-Modell .....	17
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

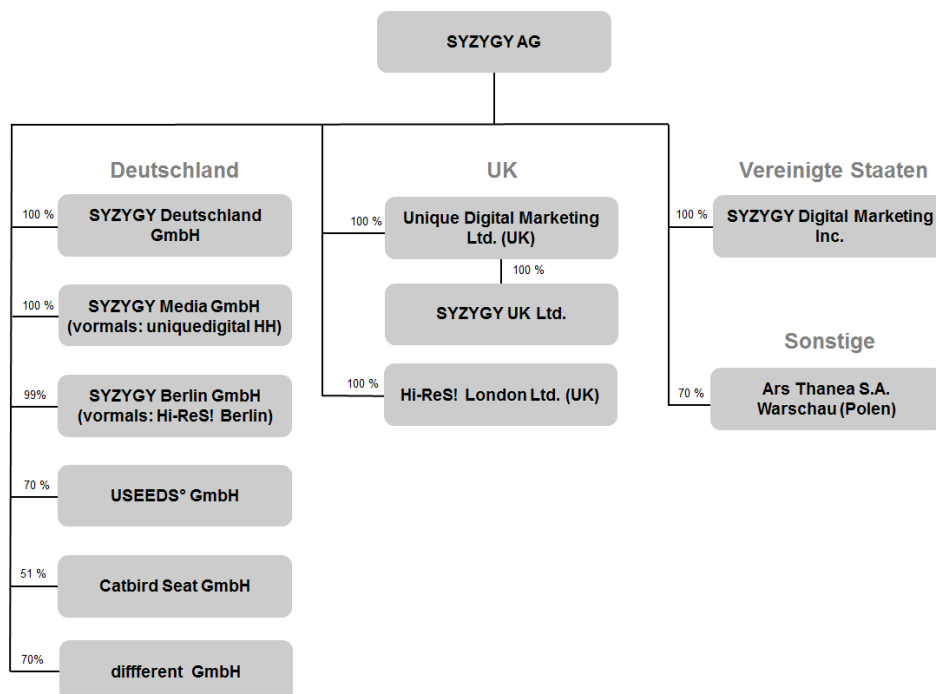
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
WPP Gruppe	50,1%
Eigenbesitz	0,6%
HANSAINVEST	3,0%
Freefloat	45,7%

Quelle: SYZYG AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: SYZYG AG; GBC AG

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

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 hat die SYZYG AG mit dem Erwerb des Performance Marketing Dienstleisters Catbird Seat GmbH sowie des Strategie- und Beratungsdienstleisters different GmbH die Konzentration auf den deutschen Kernmarkt forciert. Im Vordergrund steht hierbei insbesondere eine Ausweitung der digitalen Wertschöpfungskette, welche in unseren Augen besonders gut durch den different-Erwerb umgesetzt wurde. Mit der nun möglichen Abdeckung der Strategieberatung können Kundenprojekte bereits zu einem früheren Projektzeitpunkt und damit deutlich umfassender betreut werden. Darauf aufbauend hat die SYZYG nun eine neue Dreiteilung des Geschäftsmodells vorgenommen: **Strategie** (Business Consulting, Research & Innovation, Data Science, Technology etc.), **Produkt** (Experience Design, Service De-

sign, Frontend Technology, Backend Technology Platform Architecture & Build etc.) sowie **Marketing** (Campaigns, Creative Production, SEO, Paid Media, Social Media. Etc.).

Im 2017 wurde nach dem Wegfall des Plattformgeschäfts von BMW bei der betreuenden Berliner Agentur Hi-ReS! Berliner GmbH ein Mitarbeiterabbau vorgenommen und die Gesellschaft in SYZYGY Berlin GmbH umfirmiert.

### Referenzkunden (Auswahl)

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



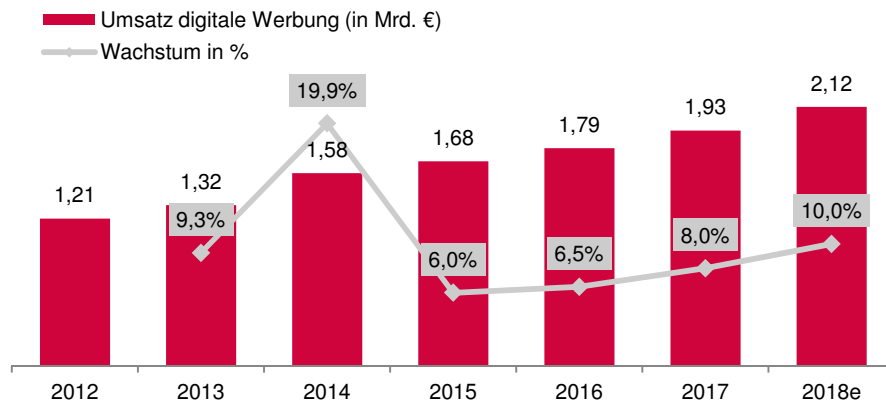
## MARKT UND MARKTUMFELD

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. Die SYZYGY-Gruppe erzielt zwar auch Umsatzerlöse in Großbritannien, USA und Polen, der mit Abstand wichtigste Markt ist jedoch Deutschland. Ohnehin dürfte sich die Konzentration auf den deutschen Markt nach dem Erwerb der Catbird Seat und der different GmbH steigern.

### Digitale Werbung in Deutschland

Die dynamische Entwicklung des Werbemediums „Internet“ hat dieses zum mittlerweile wichtigsten Medium innerhalb des Mediamix avanciert. Gemäß aktuellen Zahlen legten die Online-Werbeumsätze in 2017 um rund 8,0 % auf 1,93 Mrd. € (VJ: 1,79 Mrd. €) zu und haben damit die hohe Wachstumsdynamik der Vorjahre fortgesetzt. Für 2018 wird erstmalig das Überschreiten der 2,00 Mrd. €-Marke erwartet, mit einer Beschleunigung des Umsatzwachstums in Höhe von 10,0 % auf dann 2,12 Mrd. €. Dies müsste dann mit einem weiteren Marktanteilswachstum der Onlinewerbung einhergehen, da für den gesamten Werbemarkt lediglich ein Wachstum in Höhe von 1,7 % (Quelle: JOM) erwartet wird. Wichtige Treiber dieses Kalenderjahres sind die Großereignisse Olympische Winterspiele sowie die in Russland stattfindende Fußball-Weltmeisterschaft.

#### Umsatz und Wachstum digitale Werbung



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

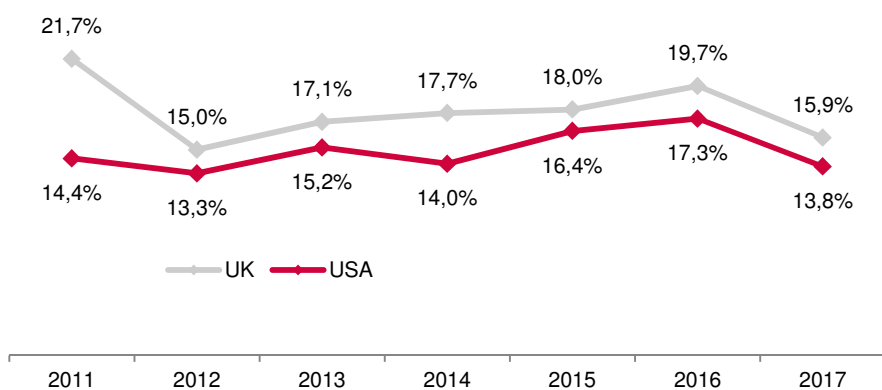
Mit der Konzentration auf den deutschen Markt ist die SYZYGY-Gruppe damit in einem sehr wachstumsstarken Markt tätig. Darüber hinaus hat die Gesellschaft das Produktangebot um den ebenfalls wachstumsstarken Bereich der Strategieberatung ausgebaut. Insbesondere die Kombination aus reiner Strategieberatung verbunden mit der Umsetzungskompetenz der SYZYGY AG sollte zu einer besseren Positionierung verhelfen.

## Digitale Werbung Großbritannien und USA

Die SYZYGY AG adressiert mit ihren Tochtergesellschaften die ebenfalls sehr wachstumsstarken Märkte in Großbritannien und in den USA. 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 wachsen die Ausgaben für Onlinewerbung deutlich stärker als in Deutschland. Während hierzulande die digitalen Nettowerbeinvestitionen um 8,0 % zulegen haben, verzeichnete Großbritannien einen Anstieg der digitalen Werbeumsätze in Höhe von 15,9 % und die USA in Höhe von 13,8 %.

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



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

Bei einer erwarteten Fortsetzung des Wachstums der gesamten Werbebranche in diesen beiden Regionen sollte sich die Onlinewerbung als weiterhin wachstumsstärkster Teilbereich erweisen. Für Großbritannien wird etwa ein Wachstum des Gesamtwerbeumarktes in Höhe von knapp 3,0 % erwartet, wovon aber die digitale Sparte voraussichtlich um 7,3 % zulegen dürfte (Quelle: Dentsu Aegis Global Ad Spend Forecast; Advertising Association). In den USA wird ein Wachstum der Onlinewerbeumsätze in Höhe von 14,3 % erwartet und damit eine Fortsetzung der dynamischen Entwicklung unterstellt.



## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	57,31	64,27	60,67	70,30	77,33
Einstandskosten	-40,62	-47,43	-46,15	-50,48	-54,98
<b>Nettoergebnis</b>	<b>16,70</b>	<b>16,84</b>	<b>14,52</b>	<b>19,82</b>	<b>22,35</b>
Vertriebs- und Marketingkosten	-6,15	-6,34	-6,27	-6,75	-7,50
Allgemeine Verwaltungskosten	-6,21	-6,79	-7,39	-7,73	-8,43
sonstiges betriebliches Ergebnis	0,93	1,89	3,24	0,90	0,70
<b>EBIT</b>	<b>5,27</b>	<b>5,60</b>	<b>4,10</b>	<b>6,24</b>	<b>7,12</b>
Finanzergebnis	1,98	1,34	1,44	0,77	0,74
<b>EBT</b>	<b>7,24</b>	<b>6,93</b>	<b>5,54</b>	<b>7,01</b>	<b>7,85</b>
Steuern	-2,38	-1,84	-1,30	-1,75	-1,96
Minderheitenanteile	-0,23	-0,12	0,75	-0,25	-0,25
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,64</b>	<b>4,98</b>	<b>4,99</b>	<b>5,01</b>	<b>5,64</b>
EBITDA	7,39	7,37	6,18	8,49	9,37
in % der Umsatzerlöse	12,9%	11,5%	10,2%	12,1%	12,1%
EBIT	5,27	5,60	4,10	6,24	7,12
in % der Umsatzerlöse	9,2%	8,7%	6,8%	8,9%	9,2%
Ergebnis je Aktie in €	0,36	0,39	0,39	0,37	0,42
Dividende je Aktie in €	0,37	0,38	0,39	0,40	0,42
Aktienzahl in Mio. Stück	12,83	12,83	13,50	13,50	13,50

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	57,31	64,27	60,67
davon in Deutschland	32,69	41,22	40,30
davon in Großbritannien	16,30	14,97	14,64
davon in USA	7,42	7,44	5,28
davon Sonstige	3,00	3,18	3,42
EBITDA	7,39	7,37	6,18
EBITDA-Marge	12,9%	11,5%	10,2%
EBIT	5,27	5,60	4,10
EBIT-Marge	9,2%	8,7%	6,8%
Jahresüberschuss	4,64	4,98	4,99
EPS in €	0,37	0,39	0,39

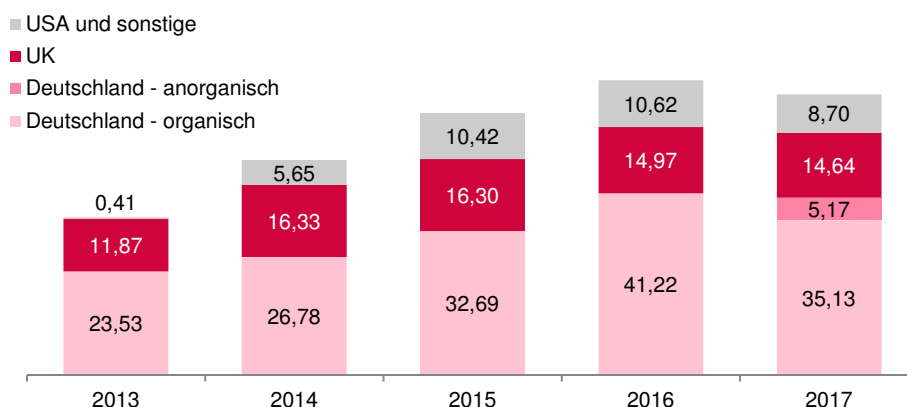
Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2017

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2017 war bei der SYZYGY AG von Sondereffekten geprägt. Insbesondere der Wegfall des Plattformgeschäfts von BMW hatte dabei einen negativen Umsatzeffekt in Höhe von ca. 6,0 Mio. € nach sich gezogen, welcher in der abgelaufenen Berichtsperiode noch nicht ausgeglichen werden konnte. Darüber hinaus kam es beispielsweise bei dem amerikanischen Hauptkunden AVIS Budget Group zu einer Reduktion von Investments und damit zu einer Umsatzreduktion bei der in Nordamerika tätigen SYZYGY Digital Marketing Inc. Insgesamt weist die Gesellschaft damit eine organische rückläufige Umsatzentwicklung auf 55,50 Mio. € (VJ: 64,27 Mio. €) auf.

Mit der erstmaligen Integration der im Juni 2017 erworbenen Catbird Seat GmbH und der im Oktober 2017 erworbenen different GmbH weist die SYZYGY-Gruppe auch anorganische Umsatzbestandteile in Höhe von 5,17 Mio. € auf. Mit den akquisitionsbedingten Umsatzbestandteilen konnte ein Teil des organischen Umsatzrückgangs aufgefangen werden, so dass zum Geschäftsjahresende 2017 Gesamtumsätze in Höhe von 60,67 Mio. € (VJ: 64,27 Mio. €) ausgewiesen wurden:

## Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

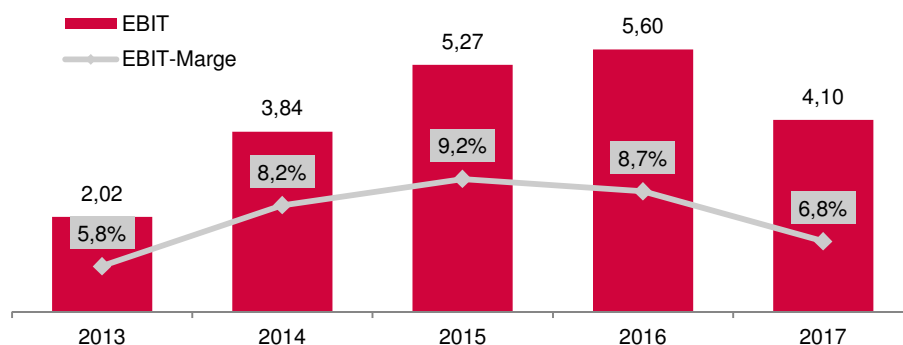
In der nach den Berichtssegmenten getrennten Umsatzentwicklung wird insbesondere bei den noch in den Vorjahren von einer hohen Wachstumsdynamik geprägten deutschen Gesellschaften der negative Effekt aus dem Wegfall des BMW-Etats sichtbar. Die in UK tätigen Konzerngesellschaften weisen eine vergleichsweise konstante Umsatzentwicklung auf. Der Rückgang des britischen Pfunds und der daraus resultierende negative Währungseffekt in Höhe von ca. 1,0 Mio. € standen jedoch einer positiveren

Umsatzentwicklung entgegen. Zugleich ist der Umsatzrückgang in den USA auf einen geringeren Budgetabruf des Hauptkunden AVIS zurückzuführen.

### Ergebnisentwicklung 2017

Die rückläufige Umsatzentwicklung in Höhe von -5,6 % hatte ein rückläufiges EBIT auf 4,10 Mio. € (VJ: 5,60 Mio. €) und damit um -26,8 % nach sich gezogen. Als ergebnisbelastend hatten sich, neben den weggefallenen Umsätzen, insbesondere einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Abbau von Mitarbeitern bei der Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin GmbH (umfirmiert in SYZYGY Berlin GmbH) ausgewirkt, so dass diese Tochtergesellschaft einen operativen Verlust in einer siebenstelligen Größenordnung aufweist. Darüber hinaus sind einmalige Aufwendungen durch den Erwerb der beiden neuen Gesellschaften in Höhe von insgesamt 0,30 Mio. € entstanden. Diese stehen im Zusammenhang mit Rechtsberatungs-, Notar- sowie Kapitalerhöhungskosten (Transaktionen wurden teilweise im Rahmen einer Sacheinlage umgesetzt).

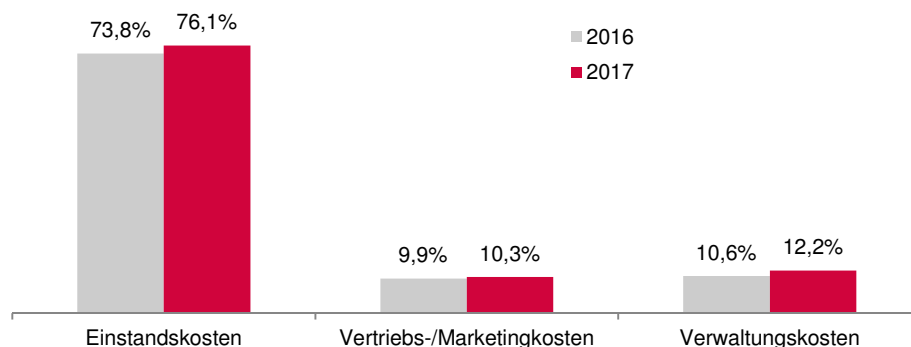
### EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Der damit im Vergleich zum Umsatzrückgang nur unterproportional rückläufigen operativen Kostenbasis um -1,2 % auf 59,81 Mio. € (VJ: 60,56 Mio. €) stand aber ein außerordentlich hohes sonstiges betriebliches Ergebnis in Höhe von 3,24 Mio. € (VJ: 1,89 Mio. €) gegenüber. Hier sind einerseits Erträge in Höhe von 0,83 Mio. € aus der Anpassung der Earn-Out-Verbindlichkeiten bei der polnischen Tochtergesellschaft Ars Thanea enthalten, nachdem die Gewinnschätzungen für den ausschlaggebenden Zeitraum reduziert wurden. Darüber hinaus wurde die Call-Option zum Erwerb der noch ausstehenden Anteile an der in 2016 erworbenen USEEDS neu bewertet, woraus sich ein Ertrag in Höhe von 2,34 Mio. € ergeben hat.

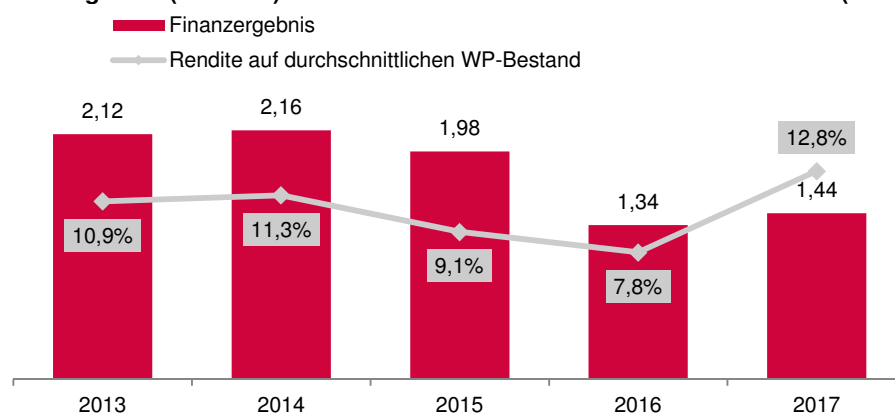
### Operative Kostenquoten (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die in 2017 umgesetzten Akquisitionen wurden jeweils nahezu hälftig mit Barmitteln sowie durch die Übertragung von Aktien beglichen. In 2017 führte dies zu einem Liquiditätsabfluss in Höhe von 6,59 Mio. €, was unter anderem einen Rückgang des durchschnittlichen Wertpapierbestands (eigene GBC-Berechnungen) auf 11,26 Mio. € (2016: 17,35 Mio. €) geführt hatte. Auch wenn damit eine geringere Basis vorlag, war das SYZGY-Management in der Lage, die Rendite auf den durchschnittlichen Wertpapierbestand auf 12,8 % (VJ: 7,8 %) deutlich zu steigern und damit das Finanzergebnis leicht auf 1,44 Mio. € (VJ: 1,34 Mio. €) anzuheben. Das Finanzergebnis setzt sich dabei sowohl aus Zinseinnahmen als auch aus Veräußerungsgewinnen zusammen:

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



Quelle: SYZGY AG; GBC AG; \*gemäß eigenen Berechnungen

Dass die SYZGY-Gruppe dennoch ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 4,99 Mio. € (VJ: 4,98 Mio. €) und damit auf Vorjahresniveau erreichen konnte, ist auf die positiven Minderheitenanteile zurückzuführen, welche ausschließlich mit der negativen Ergebnissituation der 60%igen Berliner Tochtergesellschaft SYZGY Berlin GmbH (ehemals Hi-ReS! Berlin GmbH) in Verbindung stehen. Per Ende Oktober 2017 wurde die Beteiligungsquote an der Berliner Tochtergesellschaft auf rund 99 % ausgebaut.

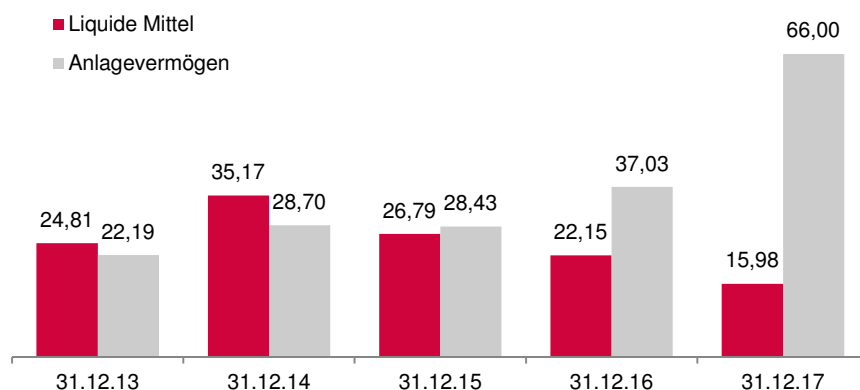
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	51,19	49,79	55,93
EK-Quote (in %)	66,0%	61,6%	53,5%
Goodwill	25,08	33,80	58,17
Operatives Anlagevermögen	3,35	3,23	7,83
Working Capital	-3,47	-3,37	-4,22
Liquide Mittel	26,79	22,15	15,98
Cashflow - operativ	-2,42	5,93	4,78
Cashflow - Investition	-2,82	2,12	-3,87
Cashflow - Finanzierung	-4,44	-4,86	-0,27

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die anhaltend rege Akquisitionsaktivität der SYZYGY-Gruppe ging naturgemäß mit einer weiteren Bilanzverlängerung auf 104,58 Mio. € (31.12.16: 80,86 Mio. €) einher. Aktivseitig führte der Erwerb der beiden Gesellschaften in erster Linie zu einem deutlichen Anstieg des Anlagevermögens, vornehmlich des Goodwills auf 58,17 Mio. € (31.12.16: 33,80 Mio. €). Darüber hinaus hat die Gesellschaft mit dem Bezug des fertiggestellten neuen Firmensitzes in Bad Homburg sowie neuer Mietflächen in London und Berlin das Anlagevermögen um 2,99 Mio. € ausgeweitet.

### Liquide Mittel und Anlagevermögen (in Mio. €)

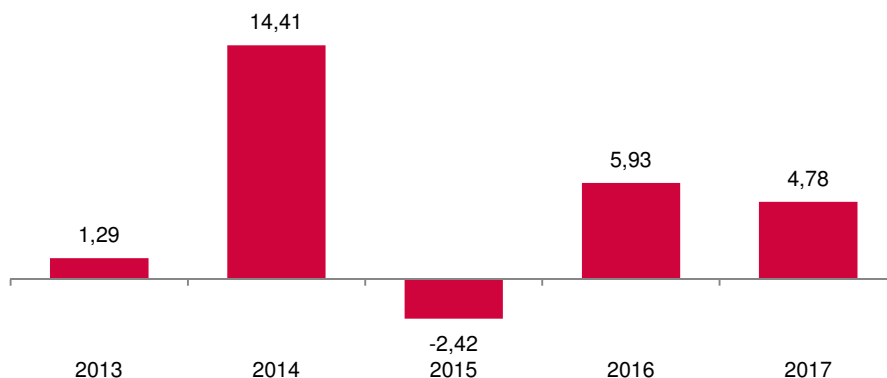


Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die beiden Unternehmenserwerbe sowie die Investitionen für die Mietereinbauten am neuen Firmensitz hatten einen Liquiditätsabfluss in Höhe von 11,86 Mio. € zur Folge gehabt, was sich im Rückgang der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 15,98 Mio. € (31.12.16: 22,15 Mio. €) wiederfindet. Über die vergangenen Geschäftsjahre hinweg wird ganz klar die Unternehmensstrategie ersichtlich, wonach zielgerichtet Unternehmensakquisitionen zur Stärkung und Ausweitung des Produktangebotes vorgenommen werden. Dies findet sich entsprechend in einem Anstieg des Anlagevermögens und einer rückläufigen Liquiditätsentwicklung wieder.

Unserer Ansicht nach verfügt der SYZYGY-Konzern aber unverändert über eine üppige Liquiditätsausstattung, mit der weiteres anorganisches Wachstum kurzfristig gestemmt werden könnte. Zumal die Gesellschaft nach wie vor einen hohen Cashzufluss aus dem operativen Geschäft vorweist. Bei einem nahezu unveränderten Working Capital belief sich der operative Cashflow auf 4,78 Mio. € und damit leicht oberhalb des EBIT, was eine Cash-Conversion-Rate oberhalb von 1,0 bedeutet.

### Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die Hälfte des Kaufpreises für den Erwerb der Catbird Seat GmbH und der different GmbH wurde durch die Übertragung von Aktien im Wert von 7,20 Mio. € beglichen. Hierfür wurden im Rahmen von zwei Kapitalerhöhungen 0,67 Mio. Aktien neu begeben, was sich einerseits schonend auf die Liquiditätssituation der SYZYGY-Gruppe ausgewirkt hatte sowie andererseits zu einem Anstieg des Eigenkapitals auf 55,93 Mio. € (31.12.16: 49,79 Mio. €) geführt hatte. Angesichts der dargestellten Bilanzverlängerung lag die Eigenkapitalquote jedoch mit 53,5 % (31.12.16: 61,6 %) unterhalb des Vorjahreswertes, ist aber nach wie vor als eine sehr solide Größenordnung einzustufen.

Ein besonderes Augenmerk liegt auf dem langfristigen Fremdkapital, welches deutlich auf 22,28 Mio. € (31.12.16: 7,12 Mio. €) geklettert ist. Hier ist einerseits der künftige Erwerb der Minderheitenanteile, für die jeweils Put- und Call-Optionen vereinbart wurden, enthalten. Diese betreffen die noch ausstehenden 30 % an der USEEDS GmbH, 49 % an der Catbird Seat GmbH sowie 30 % an der different GmbH. Darüber hinaus sind ausstehende Earn-Out-Komponenten für den Anteilserwerb an der Ars Thaenea S.A. ausstehend. In Summe beläuft sich der bilanzielle Ansatz der Optionen sowie des Earn-Outs auf insgesamt 16,29 Mio. € (31.12.16: 6,65 Mio. €), wobei der erstmalige Einbezug der neuen Konzerngesellschaften zu diesem deutlichen Anstieg geführt hatte.

Darüber hinaus hat die SYZYGY-Gruppe erstmalig einen Bankkredit in Höhe von 5,00 Mio. € aufgenommen. Die Kreditaufnahme könnte durchaus als vorbereitende Maßnahme für mögliche Unternehmensakquisitionen zu verstehen sein. Sobald ein geeigneter Kandidat vorliegt, dürfte das Management bestrebt sein, eine schnelle Umsetzung zu realisieren. Unseren Erkenntnissen zu Folge, sind die Bankverbindlichkeiten mit sehr attraktiven Konditionen ausgestattet.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	60,67	70,30	77,33
EBITDA	6,18	8,49	9,37
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,1%</i>
EBIT	4,10	6,24	7,12
<i>EBIT-Marge</i>	<i>6,8%</i>	<i>8,9%</i>	<i>9,2%</i>
Jahresüberschuss	4,99	5,01	5,64
EPS in €	0,37	0,37	0,42

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen 2018-2019

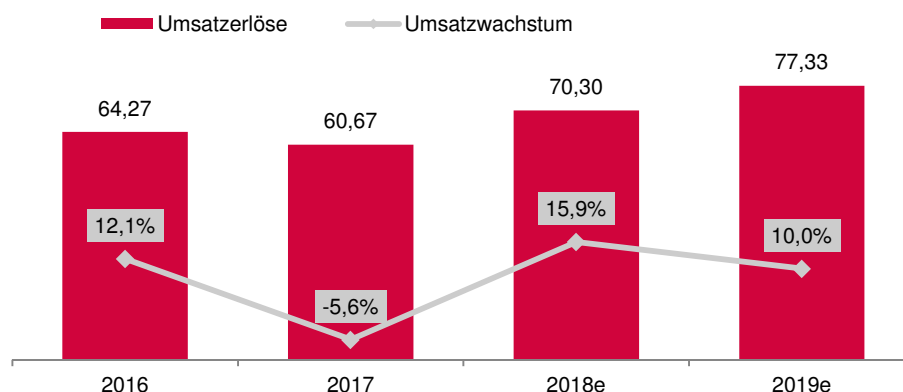
Die SYZYGY-Gruppe sollte nach dem von Sondereffekten geprägten Geschäftsjahr 2017 schnell wieder auf den gewohnten Wachstumspfad zurückkehren. Das Management geht dabei für das laufende Geschäftsjahr von einer zweistelligen Wachstumsdynamik aus. Alleine der erstmalige ganzjährige Einbezug der unterjährig erworbenen beiden Gesellschaften sollte in 2018 mit einem erheblichen Basiseffekt einhergehen. Der Strategieberater different GmbH, der lediglich drei Monate in 2017 einbezogen war, hat im Gesamtjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von 7,80 Mio. € erwirtschaftet. Der Geschäftsplan der Gesellschaft, als Grundlage für die Goodwill-Ermittlung, sieht für 2018 ein Umsatzwachstum in Höhe von rund 32 % vor, womit Umsatzerlöse in Höhe von 10,29 Mio. € möglich wären, was gegenüber den in 2017 einbezogenen Umsätzen in Höhe von 2,43 Mio. € ein erhebliches Wachstum darstellt.

Das dynamische Umsatzwachstum des Strategiebauers berücksichtigt unserer Ansicht nach Cross-Selling-Potenziale, da die different innerhalb des SYZYGY-Konzerns nun auch die Umsetzungs- und Implementierungskompetenz abdecken kann. Der Schwerpunkt der different GmbH lag bislang noch alleine im Beratungsbereich, während die Umsetzung der Konzepte noch extern abgedeckt wurde. Durch die Nutzung der Implementierungskompetenzen des SYZYGY-Konzerns ergeben sich hohe und vor allem rasch zu realisierende Synergiepotenziale. Gleichzeitig profitiert aber auch die SYZYGY AG von einer horizontalen Ausweitung der Produktpalette, mit entsprechenden Umsatzpotenzialen bei bestehenden Kunden.

Ein zusätzlicher Umsatzeffekt sollte sich auch aus dem ganzjährigen Einbezug der zum 01.06.2017 erworbenen Catbird Seat GmbH ergeben. In 2017 hat die Gesellschaft insgesamt Umsatzerlöse in Höhe von 4,62 Mio. € (davon 2,74 Mio. € seit Einbezug in den SYZYGY-Konzern) erwirtschaftet. Bei einem antizipierten Umsatzwachstum in Höhe von 8,0 % sollte die Catbird Seat ein Umsatzniveau in Höhe von 4,98 Mio. € erreichen und damit um 2,24 Mio. € höhere Umsätze zum SYZYGY-Konzern beitragen. Auch hier ergeben sich hohe Cross-Selling-Potenziale, da die Catbird Seat GmbH mit einem stark Daten- und analytisch getriebenen Content Marketing ein von der SYZYGY noch nicht stark erschlossenes Geschäftsfeld adressiert. Beide Gesellschaften sollten demnach zusammengenommen um 10,10 Mio. € höhere Umsatzerlöse beisteuern als in 2017.

Parallel dazu gehen wir bei den übrigen SYZYGY-Gesellschaften von einer nur konstanten Umsatzentwicklung aus. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr rechnen wir, nach der vollständigen Integration der neu erworbenen Gesellschaften, mit einem deutlichen Ausbau des Geschäftes mit bestehenden Kunden sowie mit einer signifikanten Neukundengewinnung. Die für 2018 erwartete Verlangsamung des Umsatzwachstums auf 10 % ist dabei vor allem bedingt durch den Wegfall des Basiseffektes aus den Unternehmensakquisitionen.

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

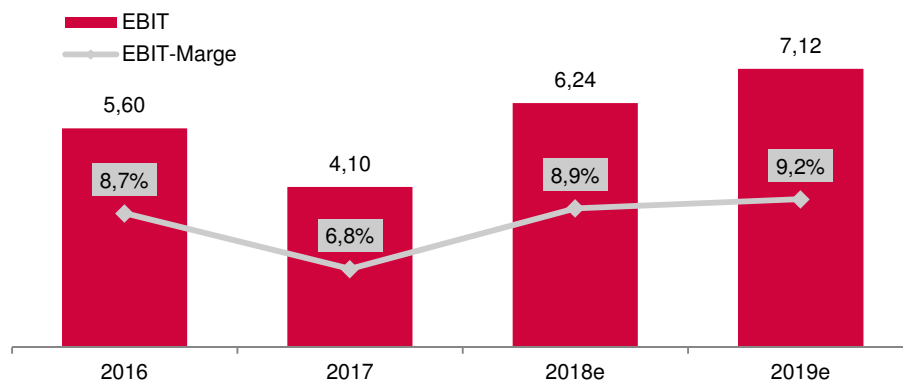


Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen 2018-2019

Das SYZYGY-Management rechnet mit einer Steigerung der EBIT-Marge in den oberen einstelligen Bereich und erwartet folglich, nach dem Sonderjahr 2017, eine Normalisierung der Rentabilitätssituation. Alleine der Wegfall der außerordentlichen Aufwendungen aus der Restrukturierung von Hi-ReS! Berlin GmbH dürfte eine überproportionale Ergebnisentwicklung nach sich ziehen. Darüber hinaus rechnen wir im Bereich der Strategieberatung mit etwas höheren Ergebnismargen als im klassischen Bereich der digitalen Dienstleistungen, so dass hieraus zusätzlich positive Margenimpulse entstehen dürften. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr daher mit einem Anstieg des EBIT auf 6,24 Mio. € (EBIT-Marge: 8,9 %) sowie in 2019 auf 7,12 Mio. € (EBIT-Marge: 9,2 %):

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



Quelle: GBC AG

Auf Basis des niedrigeren Wertpapierbestandes rechnen wir mit einem rückläufigen Finanzergebnis und daher dürfte sich die EBIT-Steigerung nicht vollumfänglich im Nachsteuerergebnis wiederfinden.

Wir haben in unserem DCF-Bewertungsmodell zudem die Earn-Out-Zahlungen für den Erwerb der ausstehenden 30 % an der USEEDS GmbH, der 30 % an der different GmbH sowie der 49 % an der Catbird Seat GmbH berücksichtigt. Der in der Bilanz erfasste Wert der Earn-Out-Zahlungen beläuft sich zum 31.12.2017 auf 16,29 Mio. €.



## Bewertung

### **Modellannahmen**

Die SYZYG AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,11 % 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: 1,25 %).**

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 1,07 (bisher: 1,13). Dieses setzt sich jeweils hälftig aus dem fundamentalen Beta (1,52) sowie einem marktorientierten Ansatz (0,61) zusammen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,12 % (bisher: 7,48 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,12 % (bisher: 7,48 %).

### **Bewertungsergebnis**

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,12 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als Kursziel 11,70 € (bisher 11,70 €).

## DCF-Modell

### SYZGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,1%	ewige EBITA - Marge	12,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	30,0%	effektive Steuerquote im Endwert	28,0%
Working Capital zu Umsatz	-3,2%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	70,30	77,33	82,74	88,54	94,73	101,36	108,46	116,05	
<i>US Veränderung</i>	15,9%	10,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	9,37	11,05	12,73	14,76	15,79	16,89	18,08	19,34	
EBITDA	8,49	9,37	10,02	10,72	11,47	12,28	13,13	14,05	
<i>EBITDA-Marge</i>	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	
EBITA	6,24	7,12	7,92	8,77	9,67	10,48	11,33	12,25	
<i>EBITA-Marge</i>	8,9%	9,2%	9,6%	9,9%	10,2%	10,3%	10,5%	10,6%	12,2%
Steuern auf EBITA	-1,56	-1,78	-2,22	-2,46	-2,71	-2,93	-3,17	-3,43	
<i>zu EBITA</i>	25,0%	25,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
EBI (NOPLAT)	4,68	5,34	5,70	6,32	6,96	7,54	8,16	8,82	
Kapitalrendite	129,5%	124,2%	126,7%	165,0%	221,8%	256,5%	299,4%	353,4%	463,3%
Working Capital (WC)	-3,20	-2,50	-2,67	-2,86	-3,06	-3,27	-3,50	-3,75	
<i>WC zu Umsatz</i>	-4,6%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,02	-0,70	0,17	0,19	0,20	0,21	0,23	0,25	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	7,50	7,00	6,50	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,25	-2,25	-2,10	-1,95	-1,80	-1,80	-1,80	-1,80	
<i>AFA zu OAV</i>	30,0%	32,1%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,92	-1,75	-1,60	-1,45	-1,80	-1,80	-1,80	-1,80	
Investiertes Kapital	4,30	4,50	3,83	3,14	2,94	2,73	2,50	2,25	
EBITDA	8,49	9,37	10,02	10,72	11,47	12,28	13,13	14,05	
Steuern auf EBITA	-1,56	-1,78	-2,22	-2,46	-2,71	-2,93	-3,17	-3,43	
Investitionen gesamt	-2,94	-6,12	-4,09	-1,26	-8,03	-5,79	-1,57	-1,55	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,92	-1,75	-1,60	-1,45	-1,80	-1,80	-1,80	-1,80	
<i>Investitionen in WC</i>	-1,02	-0,70	0,17	0,19	0,20	0,21	0,23	0,25	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	-3,67	-2,66	0,00	-6,43	-4,20	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,00	1,47	3,72	7,00	0,74	3,55	8,39	9,07	224,73

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	163,43	173,59
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	24,55	24,82
<i>Barwert des Continuing Value</i>	138,88	148,77
Nettoschulden (Net debt)	5,96	9,16
Wert des Eigenkapitals	157,46	164,43
Fremde Gewinnanteile	0,47	0,49
Wert des Aktienkapitals	157,93	164,92
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>11,70</b>	12,22

#### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,07
Eigenkapitalkosten	7,1%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,1%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
461,8%	15,39	13,29	11,66	10,37	9,31
462,6%	15,41	13,31	11,68	10,38	9,32
463,3%	15,43	13,33	<b>11,70</b>	10,40	9,33
464,1%	15,46	13,35	11,72	10,41	9,35
464,8%	15,48	13,37	11,73	10,42	9,36

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:**

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,7,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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), Stellv. Chefanalyst**  
**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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)