



Researchstudie (Update)

SYZYGY AG

S / Z / G /

Anorganisches Wachstum liefert wichtige Impulse Prognosen und Kursziel bestätigt

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 9

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^{*5a,7,11}

KAUFEN

Kursziel: 11,70 €
(bisher: 11,70 €)

aktueller Kurs: 9,96
08.08.18 / XETRA-Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 134,46
EnterpriseValue³: 140,13
³ 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 10

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

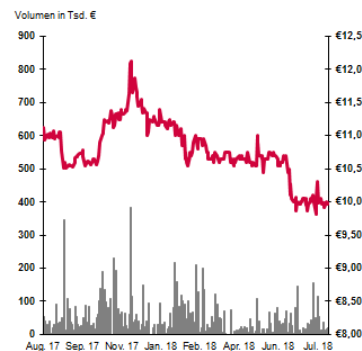
Mitarbeiter: 635 Stand: 30.06.2018

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Lars Lehne, Erwin Greiner, Frank Ladner

Die SYZYG Gruppe ist ein international tätiger Kreativ-, Technologie- und Mediadienstleister rund um digitales Marketing. Insgesamt beschäftigte der Konzern inklusive der freien Mitarbeiter rund 630 Personen an Standorten in Deutschland, Großbritannien, Polen und den USA. Zum Konzern gehören neben der SYZYG AG als Holding elf Tochtergesellschaften. Die operativen Einheiten der SYZYG Gruppe decken die komplette Wertschöpfungskette im digitalen Marketing ab: von der strategischen Beratung über Projektplanung, Konzeption und Gestaltung bis hin zur technischen Realisierung von Markenplattformen, Business Applikationen, Websites, Hosting, digitalen Kampagnen und Mobile Apps. Einen bedeutenden Geschäftsbereich stellen darüber hinaus Performance-Marketing und Media-Services wie Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Affiliate Programme dar. Überdies unterstützt SYZYG Kunden im Bereich Customer Experience und Usability und begleitet sie durch alle Phasen des User Centered Design Prozesses. Digitale Illustrationen und Animationen komplettieren das Serviceangebot. 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	0,38	0,39	0,40	0,42

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,18	2,31	1,99	1,81
EV/EBITDA	19,01	22,68	16,50	14,96
EV/EBIT	25,04	34,21	22,45	19,69
KGV	26,99	26,95	26,81	23,84
KBV	2,70	2,40		

Finanztermine

02.11.2018: 9-Monatsbericht 2018
26-28.11.18: Eigenkapitalforum Frankfurt
11.-12.12.18: MKK München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
15.05.2018: RS / 11,70 / KAUFEN
16.04.2018: RS / 11,70 / KAUFEN
08.02.2018: RS / 11,70 / HALTEN
07.11.2017: RS / 12,10 / HALTEN
14.08.2017: RS / 12,50 / 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 der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2018 zeigt die SYZYG AG eine Fortsetzung der Geschäftsentwicklung der vergangenen Perioden auf. Das Umsatzwachstum in Höhe von insgesamt 6,4 % auf 32,22 Mio. € (VJ: 30,28 Mio. €) ist dabei erneut ausschließlich auf die Entwicklung der in Deutschland agierenden Gesellschaften zurückzuführen, welche mit einem Plus von 24,0 % eine hohe Umsatzdynamik erreicht haben. Hier spielt insbesondere das anorganische Wachstum der beiden Mitte 2017 erworbenen Gesellschaften Catbird Seat GmbH und different GmbH eine wichtige Rolle. Gemäß unseren Berechnungen dürften die neuen Töchter Umsatzerlöse im mittleren einstelligen Millionenbereich beigesteuert haben.
- Der erfolgreichen Geschäftsentwicklung in Deutschland stehen jedoch rückläufige Umsatzerlöse bei den ausländischen SYZYG-Tochtergesellschaften entgegen. Speziell in UK haben sich nach dem Portal-Launch für mazda keine weiteren Umsatzimpulse ergeben, so dass sich insgesamt die im Ausland erzielten Umsätze auf 10,63 Mio. € (VJ: 12,29 Mio. €) gemindert haben.
- In Summe hat aber das Umsatzwachstum zu einem EBIT-Anstieg auf 2,79 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €) und einer entsprechenden Verbesserung der EBIT-Marge auf 8,7 % (VJ: 7,0 %) geführt. Trotz der EBIT-Verbesserung lag aber das Nachsteuerergebnis mit 2,24 Mio. € (VJ: 2,59 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. In den vergangenen Jahren war die SYZYG dabei stets in der Lage, eine hohe Rendite auf den Wertpapierbestand zu erzielen. In den ersten sechs Monaten 2018 lag der Wertpapierbestand einerseits unterhalb des Vorjahres, andererseits kam es zu einer „Normalisierung“ der erzielten Rendite auf 5,0 % (VJ: 8,1 %).
- Sowohl für uns als auch für das SYZYG-Management liegen die Halbjahreszahlen „in line“, wenngleich die Gesellschaft unseres Erachtens im zweiten Halbjahr auch weitere organische Wachstumsimpulse benötigt, um die avisierten Zahlen zu erreichen. Unverändert wird für das Geschäftsjahr 2018 mit einem zweistelligen Umsatzwachstum sowie einer Steigerung der EBIT-Marge im oberen einstelligen Bereich gerechnet.
- Darauf aufbauend bestätigen wir unsere 2018er Prognosen und rechnen weiterhin mit Umsatzerlösen in Höhe von 70,30 Mio. € sowie einem EBIT in Höhe von 6,24 Mio. € (EBIT-Marge: 8,9 %). Für das kommende Geschäftsjahr unterstellen wir, nach dem Fehlen des diesjährigen Basiseffektes, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 10 % auf 77,33 Mio. € eine Reduktion der Wachstumsdynamik. Grundsätzlich sollte die Gesellschaft von den höheren Ergebnismargen im Bereich der Strategieberatung sowie vom Wegfall der belastenden Sondereffekte profitieren, so dass wir eine überproportionale Ergebnisverbesserung auf 7,12 Mio. € (EBIT-Marge: 9,2 %) erwarten.
- Auf Grundlage unserer unveränderten Prognosen bestätigen wir auch das im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte Kursziel von 11,70 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 9,96 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

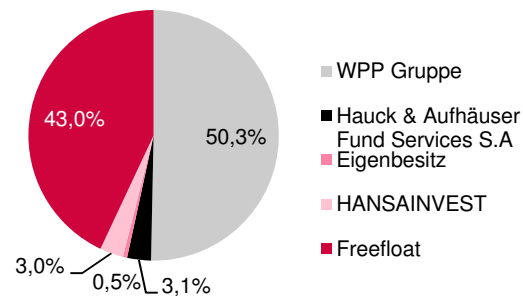
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Referenzkunden (Auswahl).....	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2018	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2018.....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018.....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018	7
Prognose und Modellannahmen	8
Anhang	9

UNTERNEHMEN

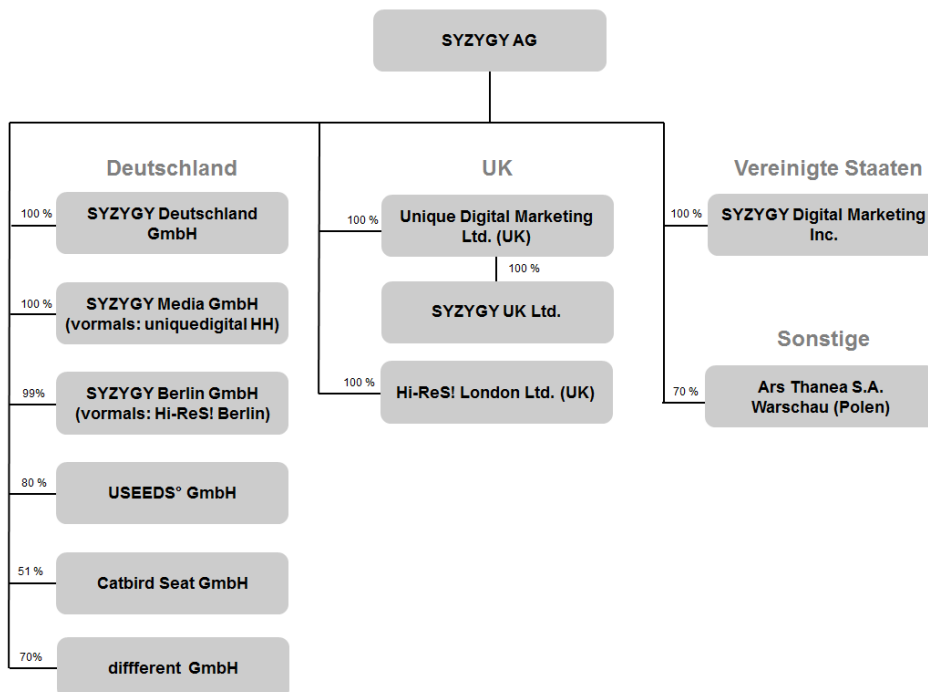
Aktionärsstruktur

Anteilseigener	in %
WPP Gruppe	50,3%
Eigenbesitz	0,5%
HANSAINVEST	3,0%
Hauck & Aufhäuser	3,1%
Freefloat	43,0%

Quelle: SYZGY AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: SYZGY AG; GBC AG

Referenzkunden (Auswahl)



GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2018

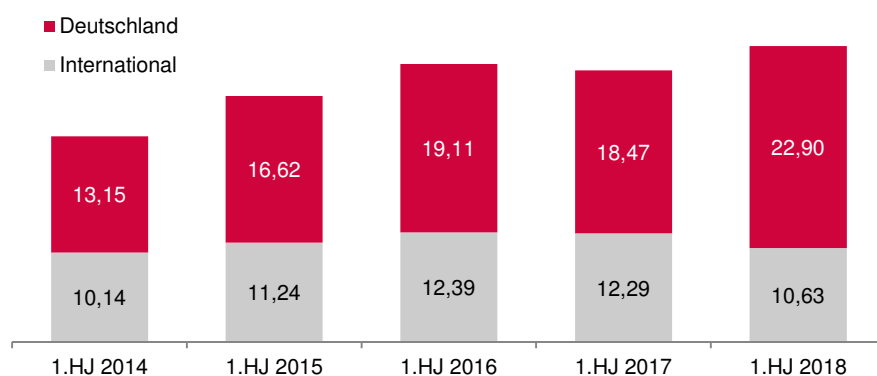
in Mio. €	1.HJ 2016	1.HJ 2017	1.HJ 2018
Umsatzerlöse	30,83	30,28	32,22
davon in Deutschland	19,11	18,47	22,90
davon International	12,39	12,29	10,63
EBITDA (<i>EBITDA-Marge</i>)	3,69 (12,0%)	2,91 (9,6%)	3,94 (12,2%)
EBIT (<i>EBIT-Marge</i>)	2,95 (9,6%)	2,11 (7,0%)	2,79 (8,7%)
Periodenergebnis*	2,48	2,59	2,24

Quelle: SYZYG AG; GBC AG; *nach Minderheiten

Umsatzentwicklung 1.HJ 2018

Die Halbjahreszahlen 2018 stellen eine Fortsetzung der Geschäftsentwicklung der vergangenen Berichtsperioden dar, wobei leicht positive Tendenzen ersichtlich werden. Das Umsatzwachstum in Höhe von 6,4 % auf 32,22 Mio. € (VJ: 30,28 Mio. €) ist dabei erneut ausschließlich auf die Entwicklung der in Deutschland agierenden Gesellschaften zurückzuführen. Die deutschen SYZYG-Töchter weisen dabei mit einem Plus von 24,0 % eine hohe Umsatzdynamik auf, wobei es hier mehrere gegenläufige Effekte zu berücksichtigen gilt. Nach wie vor macht sich der Wegfall des BMW-Plattformatats bemerkbar, der noch in der Vorjahresperiode (insbesondere im ersten Quartal 2017) für erhebliche Umsätze bei SYZYG Berlin GmbH verantwortlich war. Dem steht einerseits ein Wachstum bei den weiteren deutschen Tochtergesellschaften entgegen, die insbesondere von anorganischen Effekten geprägt waren. Die im Juni 2017 erworbene Catbird Seat GmbH sowie die im Oktober 2017 erworbene different GmbH müssten, unseren Berechnungen zufolge, zusammen Umsatzerlöse im mittleren einstelligen Millionenbereich beigesteuert haben.

Regionale Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: SYZYG AG; GBC AG

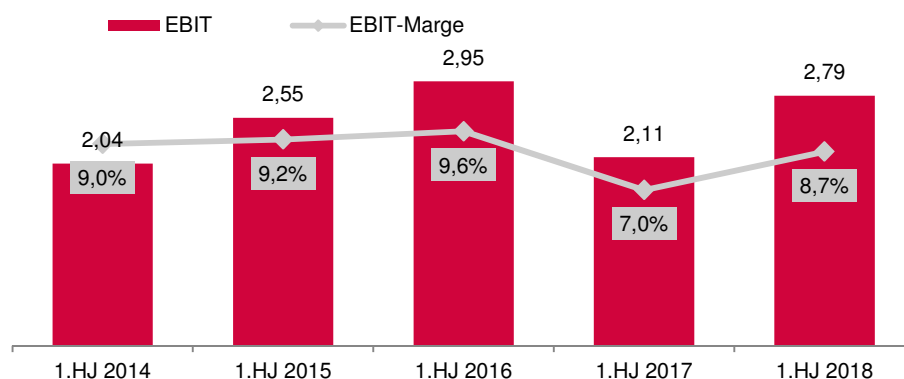
Der erfolgreichen Geschäftsentwicklung in Deutschland stehen rückläufige Umsatzerlöse bei den ausländischen SYZYG-Tochtergesellschaften entgegen. In Großbritannien, der für die Gesellschaft zweitwichtigsten Region, ergaben sich nach dem Portal-Launch für den wichtigsten Kunden mazda keine nennenswerten Umsatzimpulse mit weiteren Kunden. Darüber hinaus fand bei AVIS, dem größten Kunden der in den USA tätigen Tochtergesellschaft, eine Abrechnungsumstellung auf Retainer-Basis statt, mit einer entsprechenden Reduktion sowie Verstetigung der Umsatzerlöse.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018

Analog zur Umsatzsituation wird auch der EBIT-Anstieg auf 2,79 Mio. € (VJ: 2,11 Mio. €) und die entsprechende Verbesserung der EBIT-Marge auf 8,7 % (VJ: 7,0 %) von den deutschen Gesellschaften getragen. Mit dem in Deutschland erwirtschafteten EBIT in Höhe von 2,85 Mio. € (VJ: 1,42 Mio. €) wurde ein neuer Halbjahres-Rekordwert erwirtschaftet. Im Gegensatz dazu hat sich mit einem EBIT in Höhe von 0,46 Mio. € (VJ: 1,23 Mio. €) die rückläufige Ergebnisentwicklung im Auslandsgeschäft weiter fortgesetzt. Insbesondere in UK wird aktuell eine Umstellung der Vertriebsmannschaft vorgenommen, mit damit einhergehenden Kostenbelastungen. Diesbezüglich wurden bei den Londoner Agenturen im ersten Halbjahr 2018 insgesamt 23 Mitarbeiter entlassen. Bereits im laufenden Quartal (Q3) soll der Break-Even in UK wieder erreicht werden.

Bei der EBIT-Analyse gilt es jedoch den überproportionalen Anstieg der sonstigen betrieblichen Erträge auf 1,32 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) zu beachten. Dieser steht im Zusammenhang mit der Reduktion von Kaufpreisverbindlichkeiten für die ausstehenden USEEDS-Anteile in Höhe von 1,05 Mio. €.

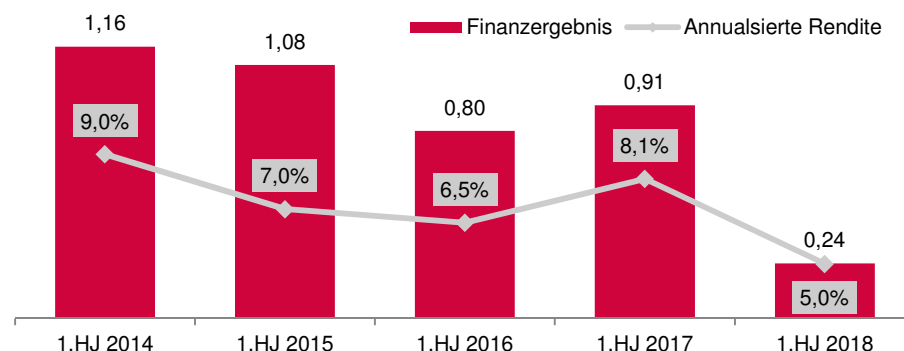
EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Trotz EBIT-Verbesserung lag das Nachsteuerergebnis mit 2,24 Mio. € (VJ: 2,59 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. In den vergangenen Jahren war die SYZYGY stets in der Lage, eine hohe Rendite auf den Wertpapierbestand zu erzielen. In den ersten sechs Monaten 2018 lag der Wertpapierbestand einerseits unterhalb des Vorjahres, andererseits kam es zu einer „Normalisierung“ der erzielten Rendite auf 5,0 % (VJ: 8,1 %). Unserer Auffassung nach dürfte die Gesellschaft kurzfristig nicht an die bisherigen Renditeniveaus anknüpfen, so dass das Finanzergebnis tendenziell eine geringere Rolle spielen wird.

Finanzergebnis (in Mio. €) und annualisierte Rendite (in %)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

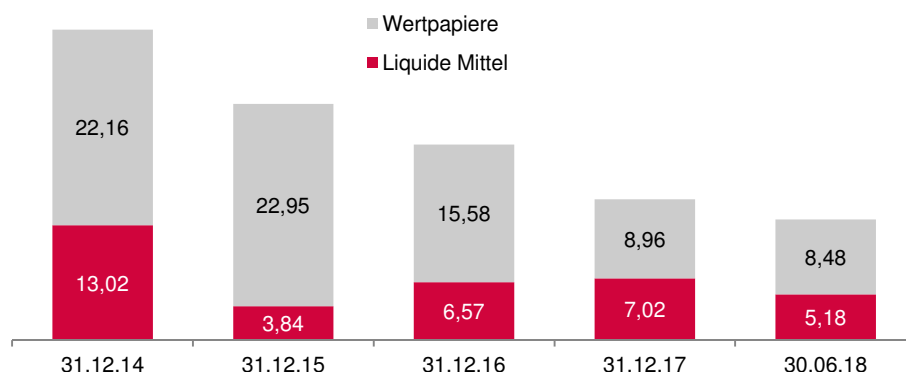
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital	49,79	55,93	51,47
EK-Quote (in %)	61,6%	53,5%	50,3 %
Goodwill	33,80	58,17	57,85
Operatives Anlagevermögen	3,23	7,83	7,10
Working Capital	-3,37	-4,22	-7,85
Liquide Mittel	22,15	15,98	13,66
Cashflow - operativ	5,93	4,78	4,89
Cashflow - Investition	2,12	-3,87	-0,58
Cashflow - Finanzierung	-4,86	-0,27	-6,15

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Der für die SYZYGY AG typisch hohe Cashflow wird auch im Halbjahresbericht 2018 sichtbar. Der operative Cashflow in Höhe von 4,89 Mio. € lag beispielsweise deutlich oberhalb des EBIT und hatte nahezu ausgereicht, um die traditionell hohe Dividendenausschüttung (5,23 Mio. €) zu decken. Inklusive Wertpapiere reduzierte sich die Liquidität der SYZYGY AG zwar auf ein neues mehrjähriges Tief von 13,66 Mio. € (31.12.17: 15,98 Mio. €), ist aber nach dem Erwerb der beiden Gesellschaften in 2018 weiterhin als üppig zu bezeichnen. Selbst für die opportunistische Wahrnehmung weiteren anorganischen Wachstums dürfte die aktuelle Liquiditätsausstattung ausreichend sein.

Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Die übrigen Bilanzrelationen sind ebenfalls gewohnt solide. Mit einem Eigenkapital in Höhe von 51,47 Mio. € verfügt die SYZYGY AG über eine Eigenkapitalquote in Höhe von 50,3 %. In den vergangenen Berichtsperioden hat zwar eine rückläufige Entwicklung bei der Eigenkapitalquote stattgefunden, dies ist jedoch der Wachstumsstrategie der SYZYGY AG geschuldet. Die in den vergangenen Jahren getätigten Unternehmensakquisitionen sind beispielsweise mit einem starken Anstieg bei den noch ausstehenden Kaufpreisverbindlichkeiten einhergegangen, was zu einer Bilanzsummenausweitung geführt hatte. Nach wie vor ist der überwiegende Teil des Fremdkapitals dem Working Capital-Bereich zuzuordnen und hängt damit vom Geschäftsvolumen ab.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

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

Quelle: GBC AG

Sowohl für uns als auch für das SYZYGY-Management liegen die Halbjahreszahlen „in line“, wenngleich die Gesellschaft unseres Erachtens im zweiten Halbjahr auch organische Wachstumsimpulse benötigt, um die avisierten Zahlen zu erreichen. Unverändert wird für das Geschäftsjahr 2018 mit einem zweistelligen Umsatzwachstum sowie einer Steigerung der EBIT-Marge im oberen einstelligen Bereich gerechnet.

Darauf aufbauend bestätigen wir unsere 2018er Prognosen und rechnen weiterhin mit Umsatzerlösen in Höhe von 70,30 Mio. € sowie einem EBIT in Höhe von 6,24 Mio. € (EBIT-Marge: 8,9 %). Damit müsste die SYZYGY AG im zweiten Halbjahr 2018 Umsatzerlöse in Höhe von ca. 38 Mio. € und ein EBIT in Höhe von ca. 3,5 Mio. € erwirtschaften. Um dies zu erreichen, müssten insbesondere die deutschen Gesellschaften Neugeschäft generieren und somit das bereits hohe anorganische Wachstum unterstützen. Nennenswerte Wachstumsimpulse aus dem Ausland sind dabei nicht zu erwarten. Im kommenden Geschäftsjahr rechnen wir, nach der vollständigen Integration der erworbenen Gesellschaften, mit einem signifikanten Ausbau des Neukundengeschäftes oder des Geschäftes mit bestehenden Kunden. Wir erwarten unverändert ein Umsatzwachstum in Höhe von 10,0 % auf dann 77,33 Mio. €.

Auf EBIT-Ebene dürfte die SYZYGY AG im zweiten Halbjahr vom nachhaltigen Erreichen des Break-Even in UK profitieren. Nachdem das Geschäft in Großbritannien bislang stark auf einen Kunden ausgerichtet war, erfolgte im ersten Halbjahr 2018 eine Neuausrichtung der Londoner Gesellschaften. Diese ging mit Sonderaufwendungen einher, was zu einer sichtbaren Belastung der Ergebnissituation geführt hatte. Im zweiten Halbjahr 2018 sollten aus UK keine weiteren Ergebnisbelastungen vorliegen.

Darüber hinaus rechnen wir bei den deutschen Gesellschaften mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung. Alleine der Umstand, wonach im Bereich Strategieberatung höhere Ergebnismargen als im klassischen Bereich der digitalen Dienstleistungen erzielbar sind, sollte sich in einer positiven Margenentwicklung wiederfinden. 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 %).

Insgesamt behalten wir damit unsere Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das laufende und kommende Geschäftsjahr bei. Damit bestätigen wir auch das bisherige Kursziel in Höhe von 11,70 € und vergeben, ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 9,96 €, weiterhin das Rating KAUFEN.

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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)
(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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



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