

Syzygy AG*1,5a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 9,35 €
(bisher: 9,50 €)

aktueller Kurs: 4,55
04.11.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005104806
WKN: 510480
Börsenkürzel: SYZ
Aktienanzahl³: 13,50
Marketcap³: 61,43
EnterpriseValue³: 57,48
³ in Mio. / in Mio. EUR
Free Float: 34,8%

Transparenzlevel:

Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2023

* Katalog möglicher Interes-
senkonflikte auf Seite 8

Datum (Zeitpunkt) Fertigstel-
lung: 07.11.22 (08:50 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Wei-
tergabe: 07.11.22 (11:30 Uhr)

Unternehmensprofil

Branche: Kommunikation und Technologie

Fokus: Digitales Marketing

Mitarbeiter: 588 (30.09.2022)

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Franziska von Lewinski, Erwin Greiner,
Frank Ladner



Die SYZYGY GROUP schafft bessere Erlebnisse durch Digitalisierung und Transformation. So bringt sie Menschen und Marken zusammen, digitalisiert Strukturen und Organisationen und entwickelt neue Produkte, Services und Geschäftsmodelle. Mit über 600 Expert:innen für Human Experiences, Consulting, Design, Technologie und Performance formt die SYZYGY GROUP eine nachhaltige digitale Kultur, um das Heute und das Morgen positiv zu verändern und Marken und Unternehmen zu entwickeln. SYZYGY wurde 1995 gegründet und ist in vier Ländern mit Niederlassungen in Bad Homburg, Berlin, Frankfurt, Hamburg, München, London, New York und Warschau vertreten. Seit 2000 ist die SYZYGY AG im Prime Standard börsennotiert. Zur SYZYGY GROUP gehören der Beratungs- und Umsetzungspartner für Transformation in Marketing und Vertrieb **SYZYGY**, der Enterprise Technologie-Spezialist **SYZYGY Techsolutions**, der Performance Marketing und Media-Spezialist **SYZYGY Performance** und der VR-Spezialist **SYZYGY Xrealities**. Zudem gehört die Strategie- und Business Design Beratung **different** und das Design Studio **Ars Thanea** zur SYZYGY GROUP. Gemeinsam betreut die SYZYGY GROUP Marken wie Bosch, BMW, Commerzbank, Consorsbank, Daimler, Deliveroo, Eucerin, Kyocera, Lufthansa, Mazda, Miles & More, MINI Deutschland, mobile.de, o2, PayPal, Porsche, Techniker Krankenkasse, Volkswagen.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	60,12	70,35	75,97	81,29
EBITDA	14,57	12,15	13,25	13,89
EBIT	6,38	6,40	7,60	8,49
Jahresüberschuss	4,02	3,89	4,53	5,31

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,30	0,29	0,34	0,39
Dividende je Aktie	0,20	0,25	0,30	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,96	0,82	0,76	0,71
EV/EBITDA	3,95	4,73	4,34	4,14
EV/EBIT	9,01	8,99	7,56	6,77
KGV	15,27	15,79	13,56	11,58
KBV	1,09			

Finanztermine

15.11.22: Münchner Kapitalmarkt Konferenz
28-30.11.22: EK-Forum

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

11.08.2022: RS / 9,50 / KAUFEN

06.05.2022: RS / 10,40 / KAUFEN

12.04.2022: RS / 10,40 / KAUFEN

04.02.2022: RS / 10,25 / KAUFEN

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

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“

9M 2022: Umsatzwachstum über Erwartungen; Personalaufbau und Freelancer belasten Ergebnis; Kursziel aufgrund höheren WACC auf 9,35 € (bisher: 9,50 €) leicht reduziert; Rating: KAUFEN

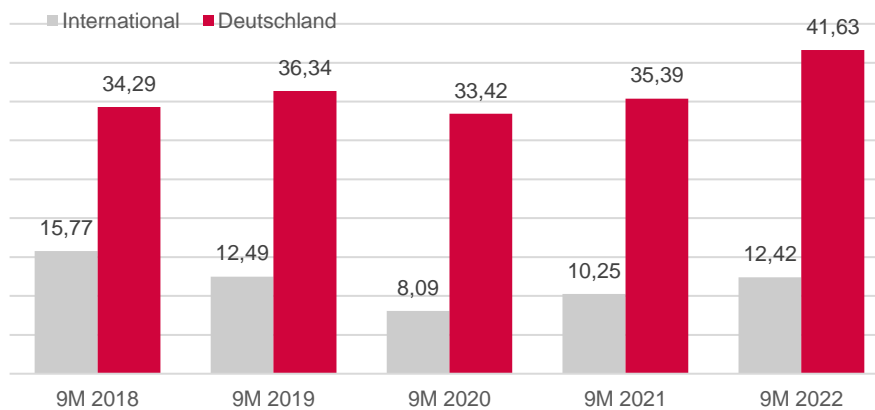
GuV (in Mio. €)	9M 2020	9M 2021	9M 2022
Umsatzerlöse	40,69	44,66	52,71
davon Segment International	8,09	10,25	12,42
davon Segment Deutschland	33,42	35,39	41,63
EBIT	2,61	4,62	4,75
EBIT-Marge	6,4%	10,3%	9,0%
Periodenergebnis vor Minderheiten	1,44	3,04	2,90

Quelle: SYZYGY AG; GBC AG;

Umsatzentwicklung 9M 2022

Im dritten Quartal 2022 hat die SYZYGY AG ihren eingeschlagenen zweistelligen Wachstumskurs nochmals beschleunigt. Der Umsatzanstieg der beiden ersten Quartale in Höhe von 13,2 % (Q1 2022) bzw. 15,6 % (Q2 2022) wurde von einer Steigerung in Höhe von 25,5 % (Q3 2022) nochmals getoppt, so dass aus Sicht der ersten neun Monate ein Umsatzwachstum in Höhe von 18,0 % auf 52,71 Mio. € (VJ: 44,66 Mio. €) erwirtschaftet wurde. Hier wird der auf der Gewinnung von Neukunden und auf der Budgetausweitung bestehender Kunden und damit letztendlich auf einer Ausweitung der Geschäftstätigkeit liegende Fokus der Gesellschaft ganz klar ersichtlich.

Segmentbezogene Umsatzentwicklung auf 9-Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Das deutliche Umsatzwachstum stammt dabei sowohl von den inländischen SYZYGY-Gesellschaften als auch von den im Ausland operierenden Töchtern. In der wichtigsten Region „Deutschland“ legten die Umsätze dabei um 17,6 % auf 41,63 Mio. € (VJ: 35,39 Mio. €) zu, was einem absoluten neuen Rekordwert entspricht. Bereits in den vergangenen Berichtsperioden hatte die SYZYGY AG hier Neukunden-Gewinne verzeichnet, wodurch die Umsatzbasis allgemein angestiegen ist. Zu den gewonnenen Neukunden zählen beispielsweise die Bundesregierung, die Frankfurter Buchmesse, Miles & More, Hymer oder HILTI.

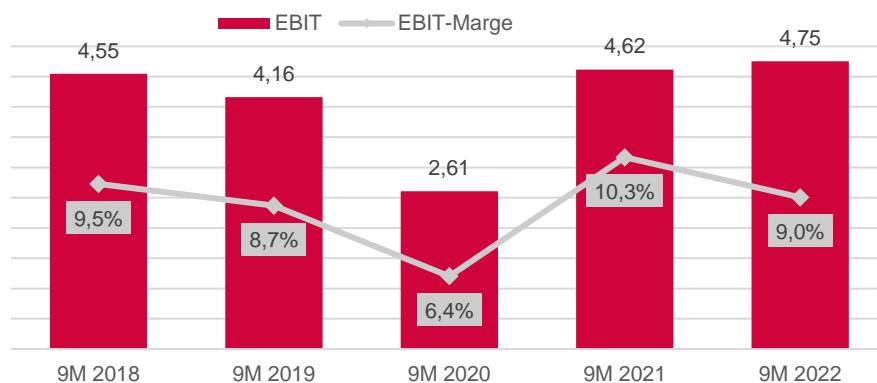
Der im Ausland erwirtschaftete Umsatzanstieg in Höhe von 21,2 % auf 12,42 Mio. € (VJ: 10,25 Mio. €) ist einerseits auf eine Belebung des Neukundengeschäftes in UK zurückzuführen. Andererseits dürfte die Nachfrage nach CGI-Leistungen und das Agenturgeschäft der polnischen Tochter Ars Thanea hoch gewesen sein, was zu einem Umsatzan-

stieg der sonstigen Segmente (USA, Polen) in Höhe von 28,9 % auf 5,54 Mio. € (VJ: 4,29 Mio. €) geführt hat.

Ergebnisentwicklung 9M 2022

Trotz des deutlichen Umsatzanstiegs in Höhe von 18,0 % verzeichnete die SYZYGY AG nur einen unterproportionalen EBIT-Anstieg um 2,9 % auf 4,75 Mio. € (VJ: 4,62 Mio. €). Die EBIT-Marge hat sich infolgedessen auf 9,0 % (VJ: 10,3 %) reduziert. Hier findet sich der eingeschlagene Wachstumskurs der Gesellschaft wieder, welcher in der Regel mit einem Personalausbau untermauert werden muss. Neueinstellungen von Mitarbeitern gehen aber typischerweise zunächst mit einer überproportionalen Kostensteigerung (Onboarding, Anpassung Organisation) einher. Per 30.09.2022 lag die Anzahl der Mitarbeiter bei 588 (VJ: 506), was gegenüber dem Vorjahreszeitraum einem deutlichen Belegschaftsausbau gleichkommt. Auf der anderen Seite wurde verstärkt auf Freelancer zurückgegriffen. Im Vergleich zum Einsatz eigener Mitarbeiter geht dies mit deutlich höheren Aufwendungen einher.

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



Quelle: SYZYGY AG; GBC AG

Absolut betrachtet wurde auf Sicht von neun Monaten in 2022 das höchste EBIT der Unternehmensgeschichte erwirtschaftet. In der regionalen Aufteilung des operativen Ergebnisses wird dabei die Stabilisierung des positiven Ergebnisbeitrages der ausländischen Gesellschaften ersichtlich. Nach der erfolgreich umgesetzten Restrukturierung in UK und in den USA hat das internationale Segment mit 1,70 Mio. € (VJ: 1,72 Mio. €) zum zweiten Mal in Folge einen signifikanten Ergebnisbeitrag geleistet. Parallel dazu belief sich das im Inland erwirtschaftete EBIT mit 4,49 Mio. € (VJ: 4,90 Mio. €) aufgrund der genannten personalbezogenen Effekte unter dem Vorjahreswert.

Unterm Strich weist die SYZYGY AG ein Periodenergebnis in Höhe von 2,90 Mio. € (VJ: 3,04 Mio. €) bzw. ein Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,22 € (VJ: 0,23 €). Hier ist zudem der Rückgang des Finanzergebnisses auf -0,69 Mio. € (VJ: -0,57 Mio. €) abgebildet. Der überwiegende Teil des Finanzaufwandes steht dabei im Zusammenhang mit den IFRS16-Leasingverträgen (Mietverträge).

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)
Umsatzerlöse	60,12	67,34	70,35	73,15	75,97	78,27	81,29
EBIT	6,38	6,30	6,40	7,86	7,60	8,52	8,49
EBIT-Marge	10,6%	9,4%	9,1 %	10,7%	10,0 %	10,9%	10,4 %
Jahresüberschuss	4,02	3,67	3,89	4,86	4,53	5,33	5,31

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Die über den Erwartungen liegende Steigerung der Umsatzerlöse hat das SYZYGY-Management dazu veranlasst, die Umsatz-Guidance anzuheben. Auf Gesamtjahresbasis 2022 wird aktuell mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 15 % gerechnet. Bislang wurde hier ein Umsatzwachstum in Höhe von 12 % in Aussicht gestellt. Die erwartete EBIT-Marge von 8 % bis 10 % wurde im Rahmen des 9-Monatsberichtes hingegen bestätigt. Die EBIT-Guidance wurde vor Sondereffekten ausformuliert. Ein positiver Sondereffekt war die Kaufpreis-Anpassung für die erworbenen restlichen 22,5 % an der different GmbH, die einen ergebniswirksamen Effekt in Höhe von 0,24 Mio. € hatte. Darüber hinaus könnten aber notwendige Goodwill-Anpassungen, die jedoch derzeit nicht absehbar sind, ein möglicher Sondereffekt sein. Mit Blick auf die operativen Kennzahlen der abgelaufenen neun Monate ist die Prognoseanpassung nachvollziehbar. Auf Umsatzebene erkennen wir, vor dem Hintergrund des bereits erreichten unterjährigen Umsatzanstiegs in Höhe von 18,0 %, eine konservative Vorgehensweise.

Auch nach Ablauf der ersten neun Monate ist die auf Wachstum ausgerichtete Unternehmensstrategie gut erkennbar. Die Strategie der Gewinnung von Marktanteilen ist insbesondere mit Blick auf die kommenden Geschäftsjahre sehr attraktiv, da hier die steigenden Umsätze mit einer Verbesserung der Rentabilität einhergehen dürften. In den vergangenen Berichtsperioden hatte die Gesellschaft sowohl in Deutschland als auch im Ausland einige Neukundengewinne verzeichnen können. Damit hat die aktuelle konjunkturelle Lage keine spürbaren Auswirkungen auf die Geschäftsentwicklung der SYZYGY AG. Zur Abarbeitung des draus resultierenden Umsatzanstiegs fällt bei der Gesellschaft jedoch ein überdurchschnittlicher Kostenanstieg an. Dieser steht einerseits mit dem notwendigen Personalausbau sowie andererseits der stärkeren Inanspruchnahme von Freelancern in Verbindung.

Für das laufende Geschäftsjahr gehen wir von einem Umsatzanstieg in Höhe von 17,0 % auf 70,35 Mio. € (alte Prognose: 67,34 Mio. €) aus. Von dieser höheren Basis ausgehend rechnen wir für 2023 mit Umsatzerlösen in Höhe von 75,97 Mio. € (alte Prognose: 73,15 Mio. €) und für 2024 in Höhe von 81,29 Mio. € (alte Prognose: 78,27 Mio. €). Mögliche Preisanpassungen seitens der SYZYGY-Kunden sind in der rückläufigen Wachstumsdynamik berücksichtigt. Grundsätzlich sollte die Gesellschaft bei niedrigeren Wachstumsraten besser in der Lage sein, den personellen Unterbau zu schaffen, was sich positiv auf die Ergebnismarge auswirken dürfte. Wir gehen von einer Steigerung der EBIT-Marge von 9,1 % (2022e) auf 10,0 % (2023e) respektive auf 10,4 % (2024e). Bislang hatten wir jeweils höhere Margen angenommen, angesichts höherer möglicher Kosten (Personal, Mieten etc.) sowie möglicher Preisanpassungen durch die SYZYGY-Kunden gehen wir konservativer vor.

Im Rahmen des aktualisierten DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 9,35 € (bisher: 9,50 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei insbesondere auf die höheren gewichteten Kapitalkosten auf 7,89 % (bisher: 7,64 %) zurückzuführen, als Folge der Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 1,5 % (bisher: 1,25 %). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

Modellannahmen

Die SYZYGY AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2024 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,5 % (bisher: 4,0 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 17,1 % (bisher: 17,8 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYZYGY 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 1,50 % (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 1,16 (bisher: 1,16). Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,89 % (bisher: 7,64 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,89 % (bisher: 7,64 %).

Bewertungsergebnis

Das ermittelte niedrigere Kursziel in Höhe von 9,35 € (bisher: 9,50 €) reflektiert insbesondere die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des WACC.

SYZYGY AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,1%	ewige EBITA - Marge	12,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	19,7%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-4,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	70,35	75,97	81,29	84,95	88,77	92,77	96,94	101,30	
US Veränderung	17,0%	8,0%	7,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,43	2,70	2,97	3,19	3,41	3,63	3,85	4,08	
EBITDA	12,15	13,25	13,89	14,52	15,17	15,85	16,57	17,31	
EBITDA-Marge	17,3%	17,4%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	
EBITA	6,40	7,60	8,49	9,12	9,92	10,72	11,52	12,35	
EBITA-Marge	9,1%	10,0%	10,4%	10,7%	11,2%	11,6%	11,9%	12,2%	12,2%
Steuern auf EBITA	-1,79	-2,28	-2,55	-2,74	-2,98	-3,22	-3,46	-3,70	
zu EBITA	28,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,61	5,32	5,94	6,38	6,94	7,50	8,07	8,64	
Kapitalrendite	23,1%	26,1%	27,5%	27,3%	30,9%	34,6%	38,5%	42,4%	44,4%
Working Capital (WC)	-8,50	-6,50	-4,00	-4,18	-4,37	-4,56	-4,77	-4,98	
WC zu Umsatz	-12,1%	-8,6%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%	
Investitionen in WC	-1,23	-2,00	-2,50	0,18	0,19	0,20	0,21	0,21	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	28,92	28,10	27,36	26,62	26,02	25,55	25,16	24,86	
AFA auf OAV	-5,75	-5,65	-5,40	-5,40	-5,25	-5,14	-5,04	-4,97	
AFA zu OAV	19,9%	20,1%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	
Investiertes Kapital	20,42	21,60	23,36	22,44	21,65	20,98	20,39	19,87	
EBITDA	12,15	13,25	13,89	14,52	15,17	15,85	16,57	17,31	
Steuern auf EBITA	-1,79	-2,28	-2,55	-2,74	-2,98	-3,22	-3,46	-3,70	
Investitionen gesamt	-8,73	-6,83	-7,16	-4,48	-6,14	-4,46	-4,45	-4,45	
Investitionen in OAV	-5,00	-4,83	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	-4,66	
Investitionen in WC	-1,23	-2,00	-2,50	0,18	0,19	0,20	0,21	0,21	
Earm-Out-Zahlungen	-2,50	0,00	0,00	0,00	-1,67	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,63	4,15	4,18	7,30	6,05	8,18	8,66	9,16	142,93

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	118,18	123,36
Barwert expliziter FCFs	34,18	32,74
Barwert des Continuing Value	84,00	90,63
Nettoschulden (Net debt)	-2,93	-3,15
Wert des Eigenkapitals	121,11	126,51
Fremde Gewinnanteile	-0,29	-0,30
Wert des Aktienkapitals	120,82	126,21
Ausstehende Aktien in Mio.	13,50	13,50
Fairer Wert der Aktie in EUR	8,95	9,35

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,16
Eigenkapitalkosten	7,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,9%

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%
42,9%	10,88	9,91	9,11	8,44	7,87
43,6%	11,04	10,05	9,23	8,55	7,97
44,4%	11,19	10,18	9,35	8,65	8,07
45,1%	11,34	10,31	9,47	8,76	8,16
45,9%	11,49	10,45	9,59	8,87	8,26

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>

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>

§ 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>

§ 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: (1,5a,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, Karin Jägg, Email: jaegg@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