



## **Researchstudie (Update)**



**„Deutlicher Ergebnisanstieg  
durch Steuernachzahlung, Kursziel angehoben“**

**Kursziel: 5,00 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

**Kaufen**

**Kursziel: 5,00**

aktueller Kurs: 3,39  
2.8.2012 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005104806

WKN: 510480

Börsenkürzel: SYZ

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 12,828

Marketcap<sup>3</sup>: 43,49  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 23,07  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 64,1 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
HSBC T. & B.

**Analysten:**

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**Syzygy AG <sup>\*5</sup>**

**Unternehmensprofil**

Branche: Medien

Fokus: Online-Marketing, Webdesign

Mitarbeiter: 300 Stand: 30.6.2012

Gründung: 1995

Firmensitz: Bad Homburg

Vorstand: Marco Seiler, Frank Wolfram, Andrew Stevens



SYZYG ist eine internationale Agenturgruppe für digitales Marketing mit Standorten in Bad Homburg, Hamburg, Berlin, Frankfurt, London und New York. Der Konzern beschäftigt rund 300 Mitarbeiter und umfasst neun operative Einheiten, die für internationale Unternehmen Dienstleistungen auf dem Gebiet des digitalen Marketings erbringen: SYZYG Deutschland GmbH und SYZYG UK Ltd entwickeln Webpräsenzen, Online-Kampagnen und Plattformen („Design & Build“), unquedigital GmbH und Unique Digital Marketing Ltd bieten ihren Kunden u. a. Mediaplanung, Suchmaschinenmarketing und -optimierung sowie Social-Media-Strategien. Das Design-Studio Hi-ReS! London Ltd, ist weltweit renommiert für die Entwicklung digitaler Erlebniswelten und gilt als Top-Adresse für kreative Internetprojekte. Flankierend hierzu und zur Stärkung der deutschen Präsenz wurden die Design-Studios Hi-ReS! Hamburg GmbH und Hi-ReS! Berlin GmbH gegründet. Zu den Kunden der Gesellschaft gehören unter anderen AVIS, Chanel, Dolce & Gabbana, Daimler, Fujifilm, Jägermeister etc.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	27,24	28,31	31,14	34,55
EBITDA	3,94	3,22	3,31	4,73
EBIT	3,17	2,59	2,49	3,81
Jahresüberschuss	3,80	2,88	9,36	3,50

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,30	0,22	0,73	0,27
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,20	0,25

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,71	0,81	0,74	0,67
EV/EBITDA	4,93	7,17	6,97	4,88
EV/EBIT	6,13	8,91	9,26	6,06
KGV	11,46	15,11	4,64	12,41
KBV		1,09		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
27.08.2012: SCC - Small Cap Conference  
26.09.2012: 2. ZKK, Zürich  
30.10.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht  
12.11.2012: Dt. Eigenkapitalforum  
05.12.2012: 14. MKK

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
29.6.2012: RS / 4,96 / KAUFEN  
2.5.2012: RS / 4,60 / KAUFEN  
17.4.2012: RS / 4,60 / KAUFEN  
14.2.2012: RG / 4,80 / KAUFEN  
8.11.2011: RS / 4,80 / KAUFEN

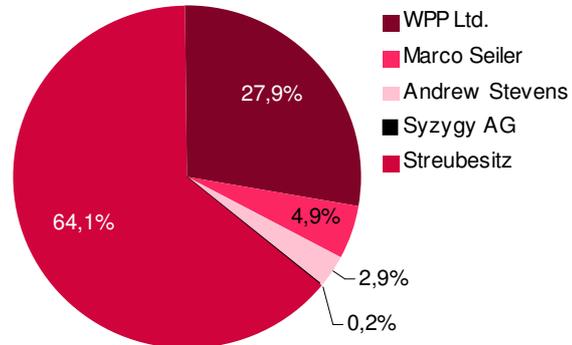
RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

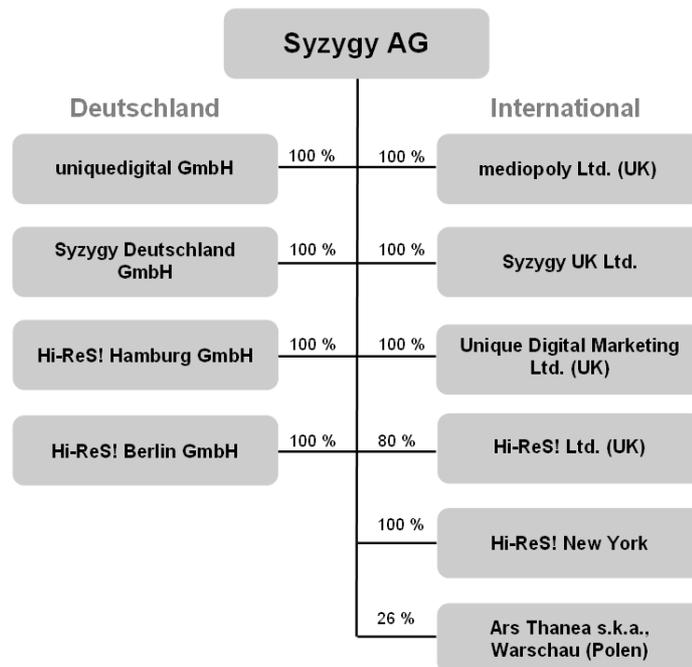
Anteilseigner	31.12.2011	30.06.2012
WPP Ltd.	27,9 %	27,9 %
Marco Seiler	4,9 %	4,9 %
Andrew Stevens	2,9 %	2,9 %
Syzygy AG	0,2 %	0,2 %
<b>Streubesitz</b>	<b>64,1 %</b>	<b>64,1 %</b>

Aktionärsstruktur (30.06.2012)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Konsolidierungskreis zum 30.06.2012



Quelle: Syzygy AG

### Ausgewählte Referenzkunden der Syzygy AG



## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012 - Deutlicher Ergebnisanstieg durch Sondereffekt

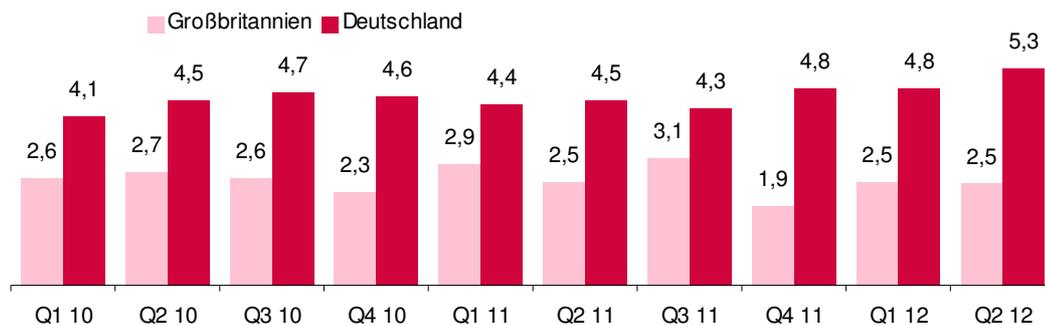
in Mio. €	1. HJ 2011	Δ 2011/2012	1. HJ 2012
Umsatzerlöse (netto)	14,53	+5,6 %	15,35
EBITDA (Marge)	1,94 (13,4 %)	-9,0 %	1,77 (11,5 %)
EBIT (Marge)	1,63 (11,2 %)	-14,6 %	1,39 (9,1 %)
Periodenergebnis	1,51	+431,6 %	8,02
EPS in €	0,12	+431,6 %	0,63

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Deutschland dynamisch; UK rückläufig

Der Umsatztrend der Vorquartale hat sich bei der Syzygy AG auch im zweiten Quartal 2012 fortgesetzt. Im Quartalsvergleich gestalteten sich die Umsätze in Großbritannien (UK), vor dem Hintergrund eines unverändert herausfordernden Marktumfelds mit 2,48 Mio. € (Q2/11: 2,54 Mio. €) weiterhin leicht rückläufig. Im Halbjahresvergleich fällt der Umsatzrückgang von 5,47 Mio. € (1.HJ/11) auf 5,01 Mio. € deutlicher aus. Dies ist insbesondere eine Folge von Budgetkürzungen bei Kunden aus der Automobilbranche, welche von konjunkturellen Schwierigkeiten geprägt ist.

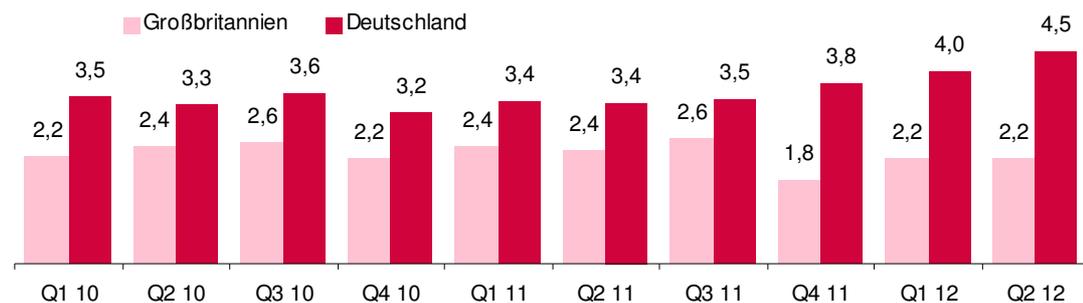
#### Entwicklung der Nettoumsätze (in Mio. €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Im Gegensatz hierzu war insbesondere das deutsche Design & Build-Geschäft von Neukundengewinnung und einem unverändert soliden Bestandskundengeschäft geprägt, so dass die dynamische Umsatzentwicklung dieser Region fortgesetzt wurde. Sowohl auf Quartalsbasis (Umsatzwachstum: +17,8 %) als auch auf Halbjahresbasis (Umsatzwachstum: +13,4 %) verzeichnete die Syzygy AG hier eine deutlich positive Erlösentwicklung. In beiden Regionen hat dabei die Gesellschaft den zuvor begonnenen Trend einer hohen Branchendiversifikation weiter fortgesetzt. Während noch in den vergangenen Geschäftsjahren die Umsätze insbesondere von der Automobilbranche dominiert waren, hat sich der Anteil zugunsten der wesentlich konjunkturentereren Handels- und Konsumgüterbranche verschoben.

#### Operative Kosten (in Mio. €)



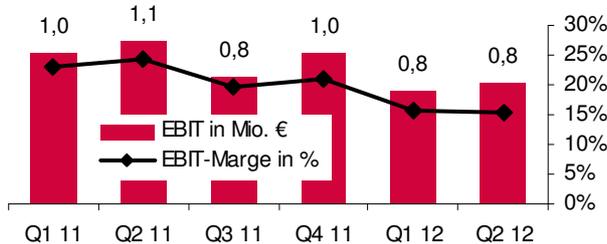
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Auch in der Entwicklung der operativen Kosten findet sich die regional heterogene Umsatzsituation wieder, wenngleich das deutsche Segment von einem überproportionalen Kostenanstieg geprägt war. Besonders im Bereich der Vertriebs- und Marketingkosten, welche im 1.HJ 2012 um +12,9 % auf 1,45 Mio. € (1.HJ/11: 1,28 Mio. €) überproportional zugelegt haben, sind außergewöhnliche Aufwendungen im Zusammenhang mit der Gründung der neuen Gesellschaft Hi-ReS! Berlin erfasst. Wegfallende Gründungsaufwendungen sowie die Erwartung erstmaliger Umsatzbeiträge der neuen Tochtergesellschaft, dürften hier ab 2013 zu einer Normalisierung der Kosten- und damit Ergebnisentwicklung führen.

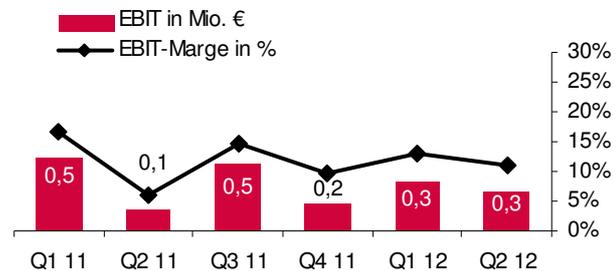
### Ergebnisentwicklung - Belastungen durch Anlaufkosten für Hi-ReS! Berlin

Demzufolge gestaltete sich das operative Ergebnis (auf EBIT-Basis) des deutschen Segments im ersten Halbjahr 2012 mit um -25,5 % auf 1,58 Mio. € (1.HJ/11: 2,11 Mio. €) signifikant rückläufig. Dies hatte auch eine Reduktion der EBIT-Marge zur Folge, welche deutlich von 23,7 % (1.HJ/11) auf 15,6 % (1.HJ/12) gefallen ist. Der EBIT-Beitrag des Geschäftes in UK blieb angesichts der vergleichsweise konstanten Umsatzentwicklung nahezu unverändert.

#### Ergebnisentwicklung D



#### Ergebnisentwicklung (Großbritannien)



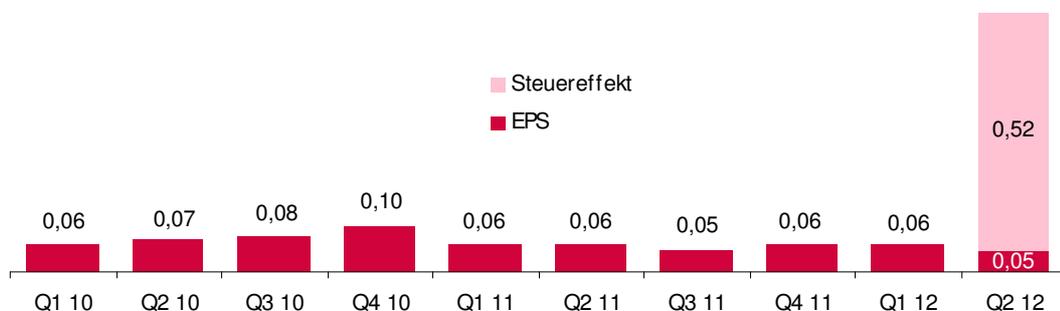
Quelle: Syzygy AG; GBC AG

In Summe reduzierte sich das operative Ergebnis in den ersten sechs Monaten 2012 gegenüber der Vorjahresperiode um -14,6 % auf 1,39 Mio. € (1.HJ/11: 1,63 Mio. €). Die aktuelle EBIT-Marge auf Konzernebene liegt bei 9,1 % (1.HJ/11: 11,2 %).

### Außerordentlicher Steuerertrag in Höhe von 0,52 € je Aktie

Trotz des leichten Ergebnismrückgangs weist die Syzygy AG mit einem Nachsteuerertrag von 8,02 Mio. € (1.HJ/11: 1,51 Mio. €) das beste Halbjahresergebnis ihrer Unternehmensgeschichte auf. Zurückführen lässt sich dieser signifikante Anstieg auf ein im Jahr 2001 zurückliegendes steuerliches Rechtsbehelfsverfahren, welches im zweiten Quartal 2012 zu Gunsten der Syzygy AG entschieden wurde und einen ergebniswirksamen Steuerertrag von 6,67 Mio. € nach sich zieht.

#### Entwicklung des Quartals-EPS (in €)



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Hierbei handelt es sich um im Jahr 2001 vorgenommene Teilwertabschreibungen auf ausländische Tochtergesellschaften, die zunächst durch die Steuerbehörden nicht anerkannt wurden. Gemäß aktueller Auffassung des Europäischen Gerichtshofes wurde die Möglich-

keit einer rückwirkenden Teilwertabschreibung ermöglicht. Dieser Vorgang geht einerseits mit einem positiven, liquiditätswirksamen Steuereffekt in Höhe von ca. 4,6 Mio. € einher. Desweiteren führt eine damit zusammenhängende Neubewertung von Verlustvorträgen zu einem ebenfalls ergebnis-, jedoch nicht liquiditätswirksamen Ertrag von ca. 3,2 Mio. € (Bildung aktiver latenter Steuern). Dieser Betrag ist in der Ertragssituation des laufenden Geschäftsjahres 2012 berücksichtigt.

Zum 30.06.2012 belaufen sich die ergebniswirksamen Steuererträge auf 6,67 Mio. €, respektive 0,52 € je Aktie.

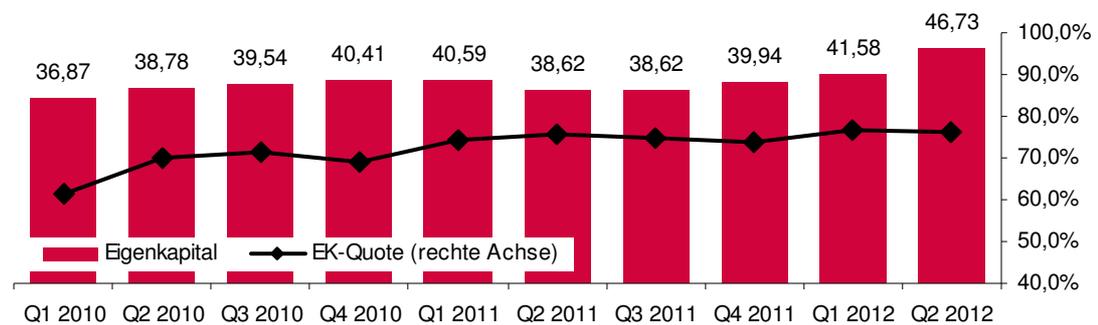
**Bilanz - Nochmalige Verbesserung der Relationen durch positiven Steuereffekt**

in Mio. €	30.06.2011	31.12.2011	30.06.2012
Eigenkapital	38,62	39,94	46,73
EK-Quote in %	75,5 %	73,9 %	76,4 %
Operatives Anlagevermögen	1,59	2,57	2,74
Working Capital	3,11	-1,93	6,84
Liquide Mittel	15,28	19,56	16,97

Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Der dargestellte Anstieg des Periodenüberschusses findet sich zudem in der positiven Entwicklung des Eigenkapitals wieder. Gegenüber dem Wert der Jahresbilanz 2011 legte das Eigenkapital um +6,79 Mio. € auf 46,73 Mio. € (31.12.11: 39,94 Mio. €) deutlich zu. Die entsprechende EK-Quote kletterte zwar infolge einer Ausweitung der Bilanzsumme nur unterproportional auf 76,4 % (31.12.11: 73,9 %), es wird dennoch sichtbar, dass die Syzygy AG eine sehr gute Eigenkapitalausstattung aufweist.

**Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)**



Quelle: Syzygy AG; GBC AG

Insgesamt wird bei der Syzygy AG in 2012 eine liquiditätswirksame Steuerrückerstattung in Höhe von ca. 4,6 Mio. € erfolgen, wobei zum 30.06.12 mit etwa 2,6 Mio. € bereits mehr als die Hälfte dieses Betrages vereinnahmt wurde. Gemäß Unternehmensangaben sollen die restlichen Zahlungen, wovon ein wesentlicher Teil schon im Juli 2012 überwiesen wurde, noch im laufenden Geschäftsjahr erfolgen. Gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.11 reduzierten sich dennoch die liquiden Mittel von 19,56 Mio. € (31.12.11) auf 16,97 Mio. €. Ursächlich hierfür sind sowohl Dividendenzahlungen in Höhe von 2,56 Mio. € als auch ein stichtagsbedingter Anstieg des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf 6,84 Mio. € (31.12.11: -1,93 Mio. €) verantwortlich.

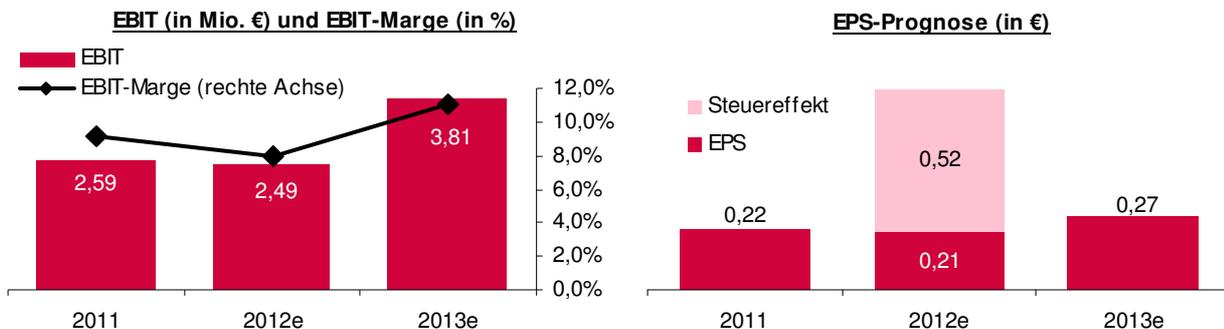
## Prognose und Modellannahmen - Ergebniswachstum ab 2013 erwartet

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse	28,31	31,14	34,55
EBITDA (Marge)	3,22 (11,4 %)	3,31 (10,6 %)	4,73 (13,7 %)
EBIT (Marge)	2,59 (9,1 %)	2,49 (8,0 %)	3,81 (11,0 %)
Jahresüberschuss	2,88	9,36	3,50
EPS in €	0,22	0,73	0,27

Quelle: GBC AG

Die Entwicklung der ersten sechs Monate 2012 liefert eine gute Grundlage für die weiteren Unternehmensaussichten. Unverändert gültig ist dabei sowohl die Unternehmenserwartung als auch unsere in der Researchstudie (Anno) vom 17.04.2012 postulierte Erwartung, wonach die beiden regionalen Segmente der Gesellschaft weiterhin eine heterogene Entwicklung vorweisen sollten. Analog zum bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres dürften daher die UK-Umsätze weiterhin keinerlei Wachstumsimpulse vorweisen. Die realistische Annahme, wonach insbesondere in Großbritannien nicht von einer Verbesserung der Kundenbudgets ausgegangen werden kann, unterstützt unsere Prognose einer leicht rückläufigen Entwicklung der ausländischen Umsätze.

Hierzu flankierend zeigen sich die deutschen Konzerngesellschaften, insbesondere im Design & Build-Bereich, von einer erfolgreichen Neukundengewinnung sowie von einem soliden Bestandsgeschäft geprägt. Zum ersten Halbjahr 2012 wurden dadurch die Umsätze in Deutschland gegenüber der Vorjahresperiode um +13,4 % deutlich gesteigert. Hauptsächlich dadurch bedingt konnten die Konzernumsätze insgesamt um +5,6 % angehoben werden. Vor dem Hintergrund einer anhaltenden Wachstumsdynamik in Deutschland sowie neuer Umsätze der Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin ist unsere Erwartung, wonach auf Geschäftsjahresbasis 2012 ein Umsatzwachstum von +10,0 % auf 31,14 Mio. € erzielt werden sollte, als realistisch einzustufen. Der ganzjährige Einbezug der neuen Berliner Tochtergesellschaft sowie eine leichte Erholung der Umsätze in Großbritannien, dürften im GJ 2013e zum prognostizierten Umsatzanstieg von +10,9 % auf 34,55 Mio. € beitragen.



Quelle: GBC AG

Auch die von uns prognostizierte EBIT-Entwicklung auf Gesamtjahresbasis 2012 entspricht einer Fortsetzung der bisherigen Ergebnisentwicklung in den ersten sechs Monaten. Konservativ erwarten wir sogar eine weitere Reduktion der EBIT-Marge auf 8,0 % (bisher: 9,1 %), da die Berliner Tochtergesellschaft unserer Ansicht nach den Break-Even noch nicht erreichen dürfte. Erst ab dem kommenden Geschäftsjahr gehen wir vor dem Hintergrund des Wegfalls von Gründungsbelastungen von einem Anstieg der EBIT-Marge auf dann 11,0 % (bisher: 11,0 %) aus. Historisch hat die Syzygy AG bewiesen dass, nachhaltige EBIT-Margen von über 12,0 % erreicht werden können.

Unter Berücksichtigung des Steuerertrages (0,52 €/Aktie) dürfte in 2012 das EPS erheblich auf 0,73 € zulegen. Im kommenden Geschäftsjahr erwarten wir einen Rückgang des EPS auf ein nachhaltiges Niveau von 0,27 €.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die Syzygy AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % 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 2,5 %.

#### 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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,52.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,35 % (bisher: 10,35 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,35 % (bisher: 10,35 %).

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,35 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 5,00 €**.

Damit haben wir das zuletzt um die Steuerrückerstattung angepasste Kursziel von 4,96 € (Research Comment vom 29.06.2012) nochmals leicht angehoben. Zwar haben wir die Ergebnisprognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012 einer EBIT-Margenanpassung auf 8,0 % (bisher: 9,1 %) unterzogen, aufgrund der Prolongation des Kursziels auf das Geschäftsjahresende 2013, erhöht sich dennoch das Kursziel auf 5,00 €.

## Syzygy AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	15,0%	ewige EBITA - Marge	12,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	35,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,1%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	31,14	34,55	35,93	37,37	38,86	40,42	42,04	43,72	
US Veränderung	10,0%	10,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	11,98	13,82	14,97	14,97	14,97	14,97	14,97	14,97	
EBITDA	3,31	4,73	5,39	5,61	5,83	6,06	6,31	6,56	
EBITDA-Marge	10,6%	13,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	2,49	3,81	4,51	4,77	4,96	5,15	5,36	5,57	
EBITA-Marge	8,0%	11,0%	12,6%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,3%
Steuern auf EBITA	3,74	-1,14	-1,35	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	-1,67	
zu EBITA	-150,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,23	2,66	3,16	3,34	3,47	3,61	3,75	3,90	
Kapitalrendite	986,5%	72,0%	81,6%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%	86,1%	81,5%
Working Capital (WC)	1,10	1,37	1,47	1,53	1,59	1,66	1,72	1,79	
WC zu Umsatz	3,5%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Investitionen in WC	-3,03	-0,27	-0,10	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,60	2,50	2,40	2,50	2,60	2,70	2,81	2,92	
AFA auf OAV	-0,82	-0,92	-0,88	-0,84	-0,87	-0,91	-0,94	-0,98	
AFA zu OAV	31,5%	36,8%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	
Investitionen in OAV	-0,86	-0,82	-0,78	-0,94	-0,97	-1,01	-1,05	-1,09	
Investiertes Kapital	3,70	3,87	3,87	4,03	4,19	4,36	4,53	4,71	
EBITDA	3,31	4,73	5,39	5,61	5,83	6,06	6,31	6,56	
Steuern auf EBITA	3,74	-1,14	-1,35	-1,43	-1,49	-1,55	-1,61	-1,67	
Investitionen gesamt	-3,89	-1,09	-0,88	-0,99	-1,03	-1,08	-1,12	-1,16	
Investitionen in OAV	-0,86	-0,82	-0,78	-0,94	-0,97	-1,01	-1,05	-1,09	
Investitionen in WC	-3,03	-0,27	-0,10	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,17	2,49	3,16	3,18	3,31	3,44	3,58	3,72	47,46

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	39,22	40,79
Barwert expliziter FCFs	15,40	14,51
Barwert des Continuing Value	23,82	26,29
Nettoschulden (Net debt)	-22,27	-23,39
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	61,49	64,18
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	61,49	64,18
Ausstehende Aktien in Tsd.	12,828	12,828
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,79	5,00

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,52
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%

WACC **10,3%**

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	9,3%	10,3%	11,3%	12,3%
77,5%	5,87	5,31	4,90	4,59	4,35
79,5%	5,95	5,37	4,95	4,63	4,38
81,5%	6,02	5,43	5,00	4,68	4,42
83,5%	6,10	5,50	5,06	4,72	4,46
85,5%	6,18	5,56	5,11	4,76	4,49

## Fazit

### Deutlicher Ergebnisanstieg durch Steuernachzahlung, Kursziel angehoben

Auch für die abgelaufene Berichtsperiode präsentiert die Syzygy AG getrennt nach den beiden Geschäftssegmenten „Deutschland“ und „Großbritannien“ ein differenziertes Bild. Unter dem Einfluss anhaltender Budgetkürzungen von Kunden (vornehmlich Automobilindustrie) in Großbritannien gingen von diesem Geschäftssegment keine Wachstumsimpulse aus. Im ersten Halbjahr 2012 reduzierten sich die Umsätze gegenüber der Vorjahresperiode um -8,3 % auf 5,01 Mio. € (VJ: 5,47 Mio. €). Dem steht jedoch eine erfreuliche Entwicklung des Deutschlandgeschäftes entgegen. Speziell das Design & Build-Geschäft (Syzygy Deutschland GmbH) profitierte von der Gewinnung von Neukunden sowie von einem soliden Bestandsgeschäft, was in Konsequenz zu einer Steigerung der inländischen Umsätze um +13,4 % auf 10,09 Mio. € (VJ: 8,90 Mio. €) geführt hat.

Analog dazu entwickelten sich die operativen Kosten ebenfalls heterogen. Erwähnenswert sind hierbei die operativen Kosten der inländischen Gesellschaften, welche als Folge außergewöhnlicher Anlaufbelastungen für die neue Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin überproportional zugelegt haben. Bei einer verhältnismäßig soliden Entwicklung der Ergebnisse des UK-Segments, verzeichnete die Syzygy AG demzufolge insgesamt eine Ergebnisreduktion (auf EBIT-Basis) um -14,6 % auf 1,39 Mio. € (VJ: 1,63 Mio. €).

Das Konzern-Periodenergebnis kletterte dennoch mit 8,02 Mio. € (VJ: 1,51 Mio. €) auf einen neuen historischen Rekordwert. Ursächlich hierfür sind Steuerrückerstattungen in Höhe von 6,67 Mio. € verantwortlich. Hierbei handelt es sich um ein im Jahr 2001 zurückliegende Steuervorgang, der aufgrund einer zwischenzeitlichen gesetzlichen Änderung für die Syzygy AG eine Steuerrückerstattung in Höhe von insgesamt 7,8 Mio. € (ergebniswirksam in 2012: 6,67 Mio. € oder 0,52 € je Aktie) ausgelöst hat.

Unsere auf der bisherigen Geschäftsentwicklung aufbauenden Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2012 berücksichtigen eine weiterhin unterschiedliche Ausprägung der beiden regionalen Geschäftssegmente. Somit dürften die leicht rückläufigen Auslandsumsätze von einem dynamischen Deutschlandgeschäft gut aufgefangen werden, so dass ein Umsatzanstieg um +10,0 % auf 31,14 Mio. € realistisch erscheint. Im kommenden Geschäftsjahr 2013e sollten der ganzjährige Einbezug der neuen Tochtergesellschaft Hi-ReS! Berlin sowie leichte Erholungstendenzen in Großbritannien zu einem weiteren Umsatzanstieg um +10,9 % auf 34,55 Mio. € führen. Auf Ergebnisebene dominieren in 2012 zunächst die Anlaufbelastungen der neuen deutschen Tochtergesellschaft, so dass wir hier mit einem Rückgang der EBIT-Marge auf 8,0 % (VJ: 9,1 %) rechnen. In 2013 sollte der Wegfall dieses Effektes einen Anstieg der EBIT-Marge auf 11,0 % nach sich ziehen.

**Unter der weiteren Berücksichtigung von Ergebnis- und Liquiditätseffekten aus der Steuerrückerstattung haben wir im Rahmen unseres DCF-Modells einen fairen Aktienwert auf Basis des Geschäftsjahresendes 2013 in Höhe von 5,00 € ermittelt. Angesichts der aktuellen Kursniveaus der Syzygy-Aktie und der daraus resultierenden hohen Kurspotenziale, stufen wir die Syzygy AG unverändert mit dem Rating KAUFEN ein.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

### **§ 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 Wert 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. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 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) 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.
- (6) 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.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**§ 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<sup>®</sup>**  
**- 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)