

Akt. Kurs (07.11., 11:18, Xetra): 2,90 EUR – Einschätzung: **Kaufen (---)** – Kursziel 12 Monate: **3,80 (---) EUR**

**Branche:** Internet  
**Land:** Deutschland  
**ISIN:** DE0005104806  
**Reuters:** SYZG.DE  
**Bloomberg:** SYZ:GR

	Hoch	Tief
<b>Kurs 12 Mon.:</b>	3,84 €	2,24 €
<b>Aktueller Kurs:</b>	2,90 €	
<b>Aktienzahl ges.:</b>	12.078.450	
<b>Streubesitz:</b>	69,8%	
<b>Marktkapitalis.:</b>	35,0 Mio. €	



Quelle: Market-Maker

## Kennzahlen

	2006	2007	2008e	2009e
<b>Umsatz</b>	20,3	27,3	32,2	33,7
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	1,4	3,4	5,1	5,4
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Jahresüb.</b>	2,3	2,6	3,3	3,6
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Erg./Aktie</b>	0,19	0,21	0,28	0,30
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>Dividende</b>	0,00	0,10	0,15	0,15
<i>bisher</i>	---	---	---	---
<b>KGV</b>	15,3	13,8	10,5	9,8
<b>Div.rendite</b>	0,0%	3,4%	5,2%	5,2%

Angaben in Mio. Euro

Erg./Aktie und Dividende in Euro

## Analyst:

Thorsten Renner

Tel.: 0211 / 17 93 74 – 0

Fax: 0211 / 17 93 74 – 44

t.renner@gsc-research.de

## Unternehmensportrait

Die Syzygy AG ist ein Spezialist für interaktives Marketing. Schwerpunkte der Tätigkeit liegen in Deutschland und Großbritannien auf den Branchen Automobil, Finanzdienstleistung, Handel und Telekommunikation.

## Anlagekriterien

### Deutliche Gewinnsteigerung nach neun Monaten

In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2008 verzeichnete Syzygy bei den Nettoumsätzen ein Plus von 18 Prozent auf 23,2 (Vj. 19,7) Mio. Euro. Dabei profitierte die Gesellschaft vom weiter starken Wachstum des Online-Marktes. Der Umsatz verteilte sich annähernd gleichmäßig auf Deutschland und Großbritannien mit leichten Vorteilen für das englische Geschäft. Das dortige Wachstum wurde jedoch durch die Pfundschwäche etwas ausgebremst; immerhin sank der Wechselkurs bei gut 12 Prozent. Bei konstanten Wechselkursen hätte Syzygy ein Umsatzwachstum von 24 Prozent ausweisen können.

Trotz deutlich gestiegener Vertriebs- und Marketingkosten realisierte Syzygy einen signifikant unterproportionalen Kostenanstieg, was dem operativen Ergebnis einen Zuwachs von 65 Prozent auf 3,8 (2,3) Mio. Euro bescherte. Dies bedeutete eine EBIT-Marge von gut 16 (11,7) Prozent.

Das Ergebnis vor Steuern stieg dagegen „nur“ um 33 Prozent auf 4,5 (3,4) Mio. Euro, da es beim Finanzergebnis zu einem Rückgang auf 0,7 (1,1) Mio. Euro kam. Dies ist allerdings hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass aufgrund der 2006 beschlossenen und am 16. Februar 2007 durchgeführten Sonderausschüttung von 18,1 Mio. Euro im Vorjahreszeitraum anderthalb Monate lang eine fast doppelt so hohe Liquidität zur Anlage verfügbar war. Auf die vorhandenen liquiden Mittel erzielte Syzygy in 2008 eine Rendite von 4,2 Prozent.

Nach Steuern ergab sich bis zum 30.9. ein Ergebniszuwachs von 43 Prozent auf 3,1 (2,2) Mio. Euro. Abzüglich der Minderheitenanteile von knapp 0,6 Mio. Euro legte der Überschuss in den ersten neun Monaten um 44 Prozent auf 2,5 (1,8) Mio. Euro zu. Dies entsprach einem Ergebnis je Aktie von 0,21 (0,15) Euro, womit Syzygy unsere Erwartungen erfüllt hat.

### Prognose für das Gesamtjahr bekräftigt

Anlässlich der Veröffentlichung der Neunmonatszahlen hat die Gesellschaft die Prognose für das Gesamtjahr bekräftigt. Das Management sieht die weiteren Entwicklungschancen von Syzygy „sehr positiv“. Auch wenn die derzeitige Wirtschaftskrise bei einigen Firmen und Branchen zu rückläufigen Werbebudgets führen wird, nimmt insgesamt die Bedeutung des Internets als Werbepattform kontinuierlich zu. Konkret soll im laufenden Jahr bei einem deutlich zweistelligen Wachstum ein Ergebnis je Aktie von 0,28 Euro erwirtschaftet werden.

Nach den Zahlen für das erste Dreivierteljahr sehen wir Syzygy auf einem sehr guten Weg, das gesteckte Ziel zu erreichen. Für das Gesamtjahr erwarten wir deshalb eine Fortsetzung des bisherigen Wachstums auf dann 32,2 (Vj. 27,3) Mio. Euro. Ausgehend von einem 50-prozentigen EBIT-Zuwachs sollte sich das operative Ergebnis auf 5,1 Mio. Euro erhöhen. Bei einem Finanzergebnis in der Größenordnung um 1 Mio. Euro schätzen wir das Vorsteuerergebnis auf

6,1 (4,6) Mio. Euro. Nach Abzug von Steuern und Minderheitenanteilen erwarten wir einen Anstieg des Überschusses von 2,6 auf 3,3 Mio. Euro, entsprechend 0,28 Euro je Aktie.

Vor dem Hintergrund des positiven Ergebnistrends und der hervorragenden Finanzausstattung gehen wir außerdem von einer Anhebung der Dividende auf 0,15 Euro aus.

### **Syzygy sollte auch bei eingetrübten Branchenumfeld weiter wachsen**

Angesichts der derzeitigen Geschäftsentwicklungen haben einige große Werbeagenturen schon Einstellungsstopps veranlasst, da sie mit einem schwierigen Umfeld rechnen. Trotz allem wird speziell der Online-Werbemarkt unseres Erachtens weiter wachsen, da die zunehmend schnelleren Internetverbindungen eine komfortable Nutzung ermöglichen.

Hier hat sich Syzygy sowohl im Webdesign-Geschäft als auch im Bereich Online Marketing durch diverse Übernahmen hervorragend positioniert. Mit dem viel beachteten Erwerb von Hi-ReS! – eine der kreativsten Adressen der Branche, die in der Vergangenheit mit Auszeichnungen überhäuft wurde – konnten die Bad Homburger ihre Positionierung weiter verbessern. Zudem hat sich Syzygy durch die Zukäufe deutlich breiter am Markt aufgestellt.

Durch die Gewinnung neuer Großkunden wie De Beers, Orange oder Jägermeister ist darüber hinaus die Abhängigkeit von einzelnen Schlüsselkunden deutlich gesunken. Auch liegt der Anteil der derzeit von der Krise besonders betroffenen Automobilbranche bei nur noch 40 Prozent, im Vorjahr waren es noch 5 Prozentpunkte mehr. Umgekehrt stieg der Anteil der nicht den für Syzygy klassischen Branchen zuzuordnenden Umsätze auf bereits 30 Prozent.

Vor dem Hintergrund des hohen Auftragsbestands rechnen wir in 2009 mit einer positiven Umsatz- und Ergebnisentwicklung, kalkulieren aufgrund des schlechten konjunkturellen Umfelds jedoch vorsichtshalber mit einem deutlich abgeflachten Wachstum. Bei einem 5-prozentigen Zuwachs sollte der Umsatz ein Niveau von 33,7 Mio. Euro erreichen.

Angesichts möglichen Margendrucks sind wir auf der Ergebnisseite ebenfalls vorsichtig und rechnen trotz erwarteter Kostendegressionseffekte nur mit einem Anstieg in gleicher Größenordnung wie beim Umsatz. Somit gehen wir für den Konzernüberschuss von 3,6 Mio. Euro aus, was einem Ergebnis von 0,30 Euro je Aktie entspricht.

Bei der Dividende rechnen wir für 2009 mit einer Beibehaltung des Niveaus von 0,15 Euro, was eine Ausschüttungsquote von rund 50 Prozent des Jahresüberschusses bedeuten würde.

Noch nicht mit eingerechnet haben wir, dass Syzygy im nächsten Jahr voraussichtlich die ausstehenden 49 Prozent der Anteile an der unquedigital GmbH (vormals GFEH) übernehmen wird. Dadurch würden die Minderheitenanteile deutlich zurückgehen, was das EPS um ca. 4 bis 5 Cent erhöhen würde. Nach Auskunft von Syzygy-Finanzvorstand Erwin Greiner ist die Ausübung dieser Option bereits bilanziert.

Wir werden die Auswirkungen hieraus jedoch aus Vorsichtsgründen erst dann in unsere Schätzungen einarbeiten, wenn die Komplettübernahme offiziell abgeschlossen ist.

## Bewertung

Syzygy nimmt unseres Erachtens eine Sonderstellung zwischen einem technisch orientierten IT- bzw. Softwaredienstleister und einem Medienunternehmen ein. Da es auf dem deutschen Kurszettel keine unmittelbar vergleichbaren börsennotierten Unternehmen gibt, haben wir uns dazu entschlossen, den Einfluss der Kapitalmarktumfelds mittels des Durchschnitts-KGVs dreier in das Geschäftsmodell von Syzygy einfließenden Branchen abzubilden. Im Einzelnen sind dies IT-Dienstleister, Medien-Dienstleister sowie Unternehmen aus dem Bereich Software-Service und -dienstleistung.

Für die Bewertung der Syzygy-Aktie ziehen wir das 2008er-Durchschnitts-KGV der genannten Branchen von 9,3 heran. Daraus ergibt sich ein Wert von 2,58 Euro für die Syzygy-Aktie als erstes Zwischenergebnis. Hinzuweisen ist darauf, dass wir hierbei bewusst keine Bereinigung im Hinblick auf den hohen Cash-Bestand von Syzygy vorgenommen haben, da die meisten Anleger lediglich die (dadurch verzerrten) statistischen Kennzahlen direkt miteinander vergleichen.

Stattdessen nehmen wir ergänzend eine DCF-Bewertung vor, um die starke Liquiditätsausstattung von Syzygy in unsere Bewertung einfließen zu lassen. Unser DCF-Modell (Abzinsungszinssatz 6,38%, positiver Ausgangs-Cash-Flow 2,4 Mio. € in 2009, Ewiges Wachstum 0%, Beta 1,0) führt zu einem Ergebnis von 5,09 Euro. Rund 40 Prozent dieses Wertes macht dabei allein der aktuell vorhandene Cash-Bestand aus.

Daraus errechnen wir als Durchschnitt aus beiden Ergebnissen einen fairen Wert von 3,83 Euro für die Syzygy-Aktie, die wir auf 3,80 Euro als unser erstes Kursziel runden.

## Fazit

Nach einigen verhaltenen Jahren hat Syzygy mit den Zukäufen in den letzten 24 Monaten auf deutlich stärkeres Wachstum gesetzt. Darüber hinaus konnten einige kreative und in der Branche sehr namhafte Köpfe gewonnen werden. Die Gewinnung zahlreicher neuer Großkunden in den vergangenen Monaten unterstreicht dabei die Richtigkeit des eingeschlagenen Weges.

Obwohl Syzygy in den letzten Monaten mit operativen Erfolgsmeldungen zu überzeugen wusste, hat sich dies im Aktienkurs bislang überhaupt nicht niedergeschlagen. Ein Grund dafür könnte das KGV von rund 10 sein, das zumindest im Vergleich zu vielen anderen Papieren im derzeitigen Börsenumfeld auf den ersten Blick nicht allzu günstig erscheint. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass Syzygy zum 30.9. über knapp 23,8 Mio. Euro (1,97 Euro/Aktie) an liquiden Mitteln und Wertpapieren verfügte, was alleine schon volle zwei Drittel der gesamten Marktkapitalisierung abdeckt.

Selbst ohne Bereinigung des Cashbestands bei der Peer-Group-Analyse, was bei einem progressiveren Bewertungsansatz durchaus zu rechtfertigen wäre, und einer Berücksichtigung desselben nur im Rahmen des DCF-Modells signalisiert unser Bewertungsmodell eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Wir empfehlen die Syzygy-Aktie daher in unserer Ersteinstuung mit einem Kursziel von 3,80 Euro zum Kauf.

Angesichts des hohen Cashbestands und einer erwarteten Dividendenrendite von 5 Prozent sehen wir für die Syzygy-Aktie hervorragende Kurs-Chancen bei überschaubaren Risiken, weshalb das Papier auch für konservative Anleger gut geeignet ist.

## **Aktionärsstruktur**

WPP	25,0%
Marco Seiler	5,2%
Streubesitz	69,8%

## **Termine**

11.11.2008	Präsentation auf dem Eigenkapitalforum
09.12.2008	Präsentation auf der Münchner Kapitalmarktkonferenz
31.03.2009	Geschäftsbericht 2008

## **Kontaktadresse**

Syzygy AG  
Im Atzelnest 3  
D-61352 Bad Homburg

Internet: <http://www.syzygy.net>

Email: [ir@syzygy.net](mailto:ir@syzygy.net)

## **Ansprechpartner Investor Relations:**

Katrin Schreyer

Tel.: +49 (0) 6172 / 9488 - 251

Fax: +49 (0) 6172 / 9488 - 272

Email: [k.schreyer@syzygy.net](mailto:k.schreyer@syzygy.net)

## Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während der folgenden zwölf Monate. Dabei bedeutet die Einstufung „Kaufem“ eine erwartete Wertsteigerung von mindestens 15%. „Halten“ bedeutet eine Wertsteigerung zwischen 0% und 15%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben, beruhen genannte Kursziele auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung und/oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die nach Ansicht des/der jeweilige(n) Analyst(en) vergleichbar sind. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird durch den/die Analysten unter Berücksichtigung des Börsenklimas angepasst.

## Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen 12 Monaten:

Veröffentlichungsdatum	Kurs bei Empfehlung	Empfehlung	Kursziel
---	---	---	---

## Die Verteilung der Empfehlungen unseres Anlageuniversum sieht aktuell wie folgt aus (Stand 30.09.08):

Empfehlung	Basis: alle analysierten Firmen	Firmen mit Kundenbeziehungen
Kaufen	73,5%	69,2%
Halten	14,7%	19,2%
Verkaufen	11,8%	11,5%

## Mögliche Interessenskonflikte bei in diesem Research-Report genannten Gesellschaften:

Firma	Disclosure
Syzygy	1

1. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Research-Berichte im Auftrag der Gesellschaft erstellt.
2. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren Beratungsleistungen für die Gesellschaft erbracht.
3. GSC Research und/oder ihre verbundene Unternehmen haben in den letzten zwei Jahren an der Umplatzierung von Aktien der Gesellschaft mitgewirkt.
4. Von GSC Research und/oder ihren verbundenen Unternehmen als (Sub-)Berater betreute Anleger halten Aktien der Gesellschaft.
5. Der Verfasser oder andere Mitarbeiter von GSC Research halten unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate (Gegenwert >500 Euro).
6. Organe und/oder maßgebliche Aktionäre dieser Gesellschaft sind an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research unmittelbar beteiligt.
7. Nach Kenntnis von GSC Research halten Investoren, die mit 2,5% oder mehr an der GSC Info und Beteiligungen AG als Mutter von GSC Research beteiligt sind (siehe [www.gsc-ag.de](http://www.gsc-ag.de)), unmittelbar Aktien der Gesellschaft oder darauf bezogene Derivate.

## Haftungserklärung

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen stammen aus öffentlichen Informationsquellen, die die GSC Research GmbH für vertrauenswürdig und verlässlich halten. Für deren Korrektheit und Vollständigkeit sowie mögliche andere Fehler jeglicher Art kann jedoch keinerlei Haftung übernommen werden. Für die Richtigkeit von zur Erstellung der Studie seitens der Gesellschaft eventuell zur Verfügung gestellten Unterlagen und erteilten Auskünfte ist diese selbst verantwortlich. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle und subjektive Einschätzung des/der Analysten wider und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Diese Studie ist ausschließlich für Anleger mit Geschäftssitz in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt. Die Studie dient nur der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Jeder Anleger wird hiermit aufgefordert, sich ausführlich und weitergehend zu informieren und bei etwaigen Anlageentscheidungen eine qualifizierte Fachperson zu Rate zu ziehen. Jedes Investment in Aktien oder andere Finanzinstrumente ist mit Risiken verbunden und kann schlimmstenfalls bis zum Totalverlust führen. Weder die GSC Research GmbH noch ihre verbundenen Unternehmen, gesetzlichen Vertreter und Mitarbeiter haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit Inhalten dieser Studie stehen.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Diese Studie darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung durch die GSC Research GmbH weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in irgendeiner Form gespeichert werden.

Für die Erstellung dieser Studie ist die GSC Research GmbH, Immermannstraße 35, 40210 Düsseldorf verantwortlich.