



Researchstudie (Update)

SYGNIS AG



**„Vermarktungsaktivitäten von SensiPhi[®]
nach Verzögerungen angelaufen;
Break-Even für 2016 im Blick“**

Kursziel: 4,60 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13**

SYGNIS AG^{*4;5}

Kaufen

Kursziel: 4,60

aktueller Kurs: 2,60
21.8.2014 / ETR / 17:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1RFM03
WKN: A1RFM0
Börsenkürzel: LIO1
Aktienanzahl³: 10,728
Marketcap³: 27,89
EnterpriseValue³: 27,76
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 19,0 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
EQUINET AG

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 14

Unternehmensprofil

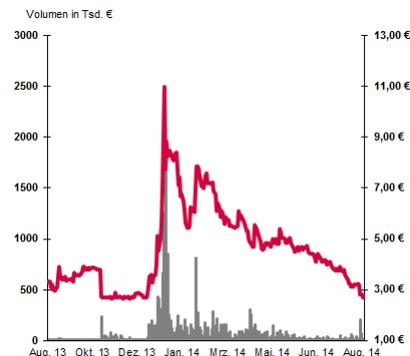
Branche: Biotechnologie
Fokus: Entwicklung und Vermarktung von DNA-Technologien

Mitarbeiter: 19 Stand: 30.06.2014

Gründung: 1997

Firmensitz: Heidelberg

Vorstand: Pilar de la Huerta



Die SYGNIS AG mit Sitz in Heidelberg und Madrid ist ein im Prime Standard der Deutschen Börse gelistetes Life Science-Unternehmen. Entsprechend der im Jahr 2012 neu definierten Geschäftsstrategie fokussiert sich das Unternehmen auf die Entwicklung und Vermarktung von neuartigen molekularbiologischen Technologien, z.B. im Bereich der DNA-Amplifikation (Vervielfältigung) und -Sequenzierung (Auslesen). Für das Hauptprodukt „SensiPhi“ (früherer Name: QualiPhi), einer verbesserten Polymerase zur DNA-Amplifizierung, wurde im Juli 2012 eine Lizenzvereinbarung mit Qiagen zur weltweiten exklusiven Vermarktung geschlossen. Anfang 2014 hat Qiagen mit der Vermarktung des SYGNIS-Produktes begonnen. Komplettiert wird die Produktpalette der Gesellschaft durch weitere Technologien wie Novel QualiPhi mutants und PrimPol für NGS (Next Generation Sequencing), die ebenfalls kurz vor dem Vermarktungsstart stehen. Auch bei der vierten Technologie, DoubleSwitch, womit Protein-Protein-Interaktionen gemessen werden können, wurde bereits ein Teil der dazugehörigen Patente auslizenziert.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2013 | 31.12.2014e | 31.12.2015e | 31.12.2016e |
|----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 0,48 | 0,64 | 2,62 | 6,23 |
| EBITDA | -3,40 | -2,46 | -0,57 | 2,94 |
| EBIT | -4,28 | -2,73 | -0,85 | 2,65 |
| Jahresüberschuss | -3,20 | -2,80 | -0,80 | 2,16 |

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|------|
| Gewinn je Aktie | -0,30 | -0,26 | -0,07 | 0,20 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 57,84 | 43,45 | 10,58 | 4,45 |
| EV/EBITDA | neg. | neg. | neg. | 9,44 |
| EV/EBIT | neg. | neg. | neg. | 10,48 |
| KGV | neg. | neg. | neg. | 12,93 |
| KBV | 4,68 | | | |

Finanztermine

11.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

29.7.2014: RG / 6,00 / KAUFEN

19.5.2014: RS / 6,00 / KAUFEN

16.4.2014: RS / 6,00 / KAUFEN

25.11.2013: RS / 4,35 / KAUFEN

29.10.2013: RS / 4,35 / 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 Umsatzerlösen in Höhe von 0,16 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €) hat die SYGNIS AG nach den ersten sechs Monaten 2014 ein noch geringes Umsatzniveau präsentiert. Zwar hat bereits im ersten Quartal 2014 die Markteinführung des Hauptproduktes SensiPhi[®] stattgefunden, die Vermarktungsaktivitäten durch den weltweiten Lizenzpartner Qiagen sind jedoch verzögert angelaufen, so dass nur geringfügige Vermarktungsumsätze erwirtschaftet wurden. Darüber hinaus haben sich die Lizenzvereinbarungen der weiteren SYGNIS-Produktpalette noch nicht plangemäß entwickelt. Im ersten Halbjahr wurde zwar eine Patentvereinbarung für die DoubleSwitch-Technologie mit dem deutschen Unternehmen SYSTASY Bioscience GmbH abgeschlossen, die hieraus resultierenden Umsatzauswirkungen sind erwartungsgemäß noch ebenfalls gering ausgefallen.
- Infolge des noch geringen Umsatzvolumens lag das operative Ergebnis (EBIT) mit -1,53 Mio. € noch im negativen Bereich. Positiv anzumerken sind die implementierten Kosteneinsparmaßnahmen, wodurch die Gesamtaufwendungen von 2,36 Mio. € (1.HJ 2013) auf 1,69 Mio. € (1.HJ 2014) gefallen sind.
- Das Umsatzniveau zur Erzielung des operativen Break-Even liegt angesichts der derzeitigen Kostenstruktur der Gesellschaft bei etwa 3,4 Mio. €. Im laufenden Geschäftsjahr 2014 wird der Break-Even vor dem Hintergrund erwarteter Umsatzerlöse in Höhe von 0,71 Mio. € jedoch voraussichtlich noch nicht erreicht werden. Das gilt auch noch für das kommende Geschäftsjahr 2015, für das wir Umsatzerlöse in Höhe von 2,62 Mio. € und ein EBIT in Höhe von -0,85 Mio. € prognostizieren. Hierfür verantwortlich ist die verzögerte Wachstumskurve der vollständig neuen, auf dem SYGNIS-Enzym SensiPhi[®] basierenden, Technologie. Die geringeren Umsatzerwartungen fundieren zudem auf der Annahme, wonach im laufenden Geschäftsjahr keine nennenswerten Front-Up-Fees im Rahmen der Auslizenzierung von neuen Produkten erwirtschaftet werden dürften.
- Im Geschäftsjahr 2016 dürfte die SYGNIS AG hingegen mit prognostizierten Umsatzerlösen in Höhe von 6,23 Mio. € ein signifikant positives EBIT in Höhe von 2,65 Mio. € erzielen und damit den Break-Even erreichen. Neben der Erwartung zunehmender Vermarktungserlöse der Qiagen-Kits, die das Enzym SensiPhi[®] enthalten, ist die erwartete Eigenvermarktung von PrimPol hierfür ein entscheidendes Kriterium. Grundsätzlich sind im Rahmen der Eigenvermarktung höhere Umsatzniveaus erzielbar, da die Veräußerungserlöse in voller Höhe umsatzwirksam werden. Nennenswerte Investitionen sind diesbezüglich nicht notwendig, da die Produktion von PrimPol mit den vorhandenen Laborkapazitäten bewerkstelligt werden kann. Grundsätzlich ist beim OEM-Geschäft der Einbezug von Distributoren geplant, um weiterreichende Vermarktungskanäle zu nutzen.
- Vor dem Hintergrund der steigenden Umsatzbasis sowie einer schlanken Organisationsstruktur dürfte die Ergebnisentwicklung überproportional zum Umsatzwachstum ausfallen. Dies reflektiert unsere langfristige erwartete hohe EBIT-Marge in Höhe von 65,0 %.
- Im Rahmen eines DCF-Modells haben einen fairen Wert je Aktie von 4,60 € (bisher: 6,00 €) ermittelt. Angesichts aktuell niedrigerer Kursniveaus erneuern wir unser KAUFEN-Rating.

INHALTSVERZEICHNIS

| | |
|--|-----------|
| Executive Summary | 2 |
| Unternehmen | 4 |
| Aktionärsstruktur | 4 |
| Produkte und Strategie..... | 4 |
| Geschäftsentwicklung 1.HJ 2014 | 6 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.14 | 8 |
| Prognosen und Modellannahmen | 9 |
| Umsatzprognosen | 9 |
| Ergebnisprognosen | 10 |
| Bewertung | 11 |
| Modellannahmen | 11 |
| Bestimmung der Kapitalkosten | 11 |
| Bewertungsergebnis | 11 |
| DCF-Modell..... | 12 |
| Anhang | 13 |

wodurch die DNA-Vervielfältigung aus geringeren Ausgangsmengen, bei einem geringeren Zeitaufwand und einer höheren Effizienz möglich wird.

Mit der von der SYGNIS AG entwickelten und modular aufgebauten **DoubleSwitch**-Technologie, welche für die Identifizierung von Protein-Protein-Wechselwirkungen eingesetzt werden kann, verfügt die Gesellschaft über ein zweites auslizenzierendes Produkt. Im April 2014 wurden einige Patente dieser Technologie an das deutsche Unternehmen SYSTASY Bioscience GmbH auslizenziiert, im Rahmen dessen bereits Front-Up-Payments in geringem Umfang erfolgt sind. Weiterhin ist es möglich verbliebene Schutzrechte der DoubleSwitch-Technologie an Pharma- und Biotechnologieunternehmen kurzfristig zu vermarkten.

Neben SensiPhi[®] hat die Gesellschaft mit **PrimPol** und **Novel QualiPhi[®] mutants** (Mutanten von QualiPhi[®], welche speziell an die Bedürfnisse des NGS angepasst werden) noch zwei weitere Projekte im Bereich des NGS (Next Generation Sequencing) in ihrem Portfolio.

Besonders interessant ist das entwickelte Enzym **PrimPol**, welches eine verbesserte Eigenschaft zur Vervielfältigung von beschädigtem oder konserviertem DNA-Material aufweist. Gemäß Unternehmensangaben ist von den führenden Anbietern von NGS-Technologien bereits ein hohes Interesse sichtbar, so dass von einer kurzfristigen Auslizenzierung auszugehen ist. Darüber hinaus steht die Möglichkeit einer Eigenvermarktung von PrimPol auf dem Prüfstand. Dies ist insofern leicht zu bewerkstelligen, da die Produktion des Enzyms sowie die Herstellung von Endprodukten zum Einsatz im Forschungsbereich (PrimPol Kit) mit den vorhandenen Laborkapazitäten keine nennenswerten Investitionen erfordert. Die SYGNIS AG steht gemäß eigenen Angaben mit mehreren Partnern in Kontakt, um OEM-Vereinbarungen für Amplifizierungsprodukte auf Basis von PrimPol abzuschließen.

Gemäß der Unternehmensstrategie, wonach kontinuierlich neue Produkte entwickelt und anschließend vermarktet werden sollen, wurden die Entwicklungsaktivitäten hinsichtlich eines **DNA Reparatur Kits** gestartet. Das Ziel soll die Wiederherstellung beschädigten DNA-Materials sein, das anschließend analysiert werden kann. Dieses Projekt könnte beispielsweise nach seiner Fertigstellung in Kombination mit den bereits beschriebenen Sygnis-Produkten vertrieben werden.

Der Entwicklungsschwerpunkt des laufenden Geschäftsjahres wird gemäß Unternehmensangaben auf dem PrimPol Kit sowie auf weitere, bereits initiierte Produkte liegen. Mit der bereits gestarteten Entwicklung der Produkte **ProPhi** und **TransPhect** beabsichtigt SYGNIS AG auch die artverwandten Bereiche der Proteomik (Entschlüsselung und Kategorisierung aller Proteine im Organismus) und der Transfektion (Einbringung fremder DNA in eine Wirtszelle) zu adressieren.

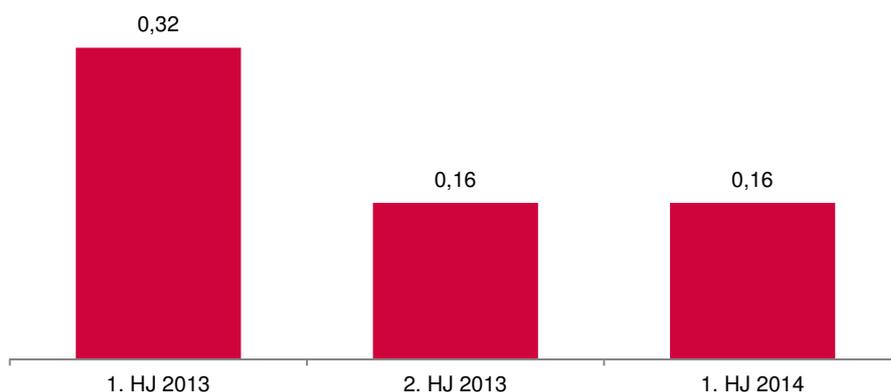
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2014

| in Mio. € | 1.HJ 2013 | Δ in % | 1.HJ 2014 |
|------------------|-----------|--------|-----------|
| Umsatzerlöse | 0,32 | -49,8% | 0,16 |
| EBITDA | -1,87 | +26,2% | -1,38 |
| EBIT | -2,04 | +25,3% | -1,53 |
| Jahresüberschuss | -2,04 | +22,4% | -1,58 |
| EPS in € | -0,22 | +31,7% | -0,15 |

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Die derzeit noch bestehende Abhängigkeit der SYGNIS AG von den Vertriebsaktivitäten des Lizenzpartners Qiagen wird anhand der Umsatzentwicklung der ersten sechs Monate 2014 ersichtlich. Die Umsatzerlöse in Höhe von 0,16 Mio. € (VJ: 0,32 Mio. €) liegen unterhalb unserer Erwartungen und sind in erster Linie auf Verzögerungen bei der Vermarktung des an Qiagen weltweit auslizenzierten Hauptproduktes SensiPhi® zurückzuführen. Darüber hinaus haben sich die Lizenzvereinbarungen der weiteren SYGNIS-Produktpalette noch nicht plangemäß entwickelt. Im ersten Halbjahr wurde zwar eine Patentvereinbarung für die DoubleSwitch-Technologie mit dem deutschen Unternehmen SYSTASY Bioscience GmbH abgeschlossen, die hieraus resultierenden Umsatzauswirkungen sind erwartungsgemäß noch gering ausgefallen.

Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



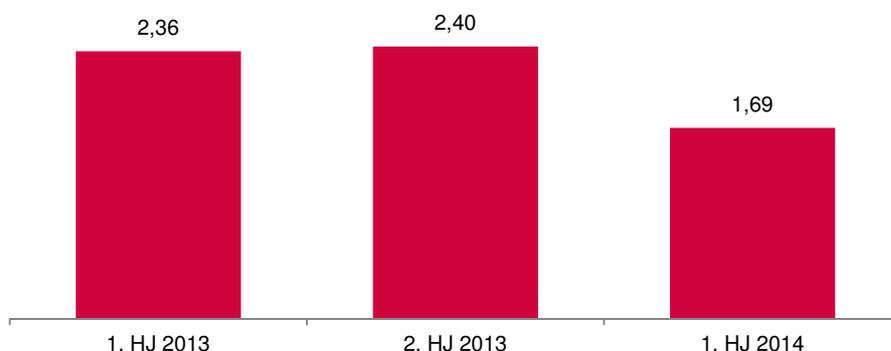
Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Der überwiegende Anteil der Umsatzerlöse stammt, wie auch schon im zweiten Halbjahr 2013, aus der Vermarktung von Caco-2 Lizenzrechten in den USA. Zudem hat SYGNIS einerseits Front-Up-Fees für die Patentübertragung von DoubleSwitch, sowie andererseits die ersten geringfügigen Lizenzerträge für die Vermarktung von SensiPhi® erwirtschaftet. In den Umsatzerlösen der Vorjahresperiode (1.HJ 2013) sind einmalige Patentvergütungen für einen weiteren Lizenzvertrag mit Qiagen in Höhe von 0,15 Mio. € enthalten, was das höhere Umsatzniveau erklärt.

Angesichts des noch geringen Umsatzniveaus weist die Gesellschaft im ersten Halbjahr 2014 mit einem EBIT in Höhe von -1,53 Mio. € (VJ: -2,04 Mio. €) ein weiterhin negatives operatives Ergebnis aus, wenngleich dieses gegenüber dem Vorjahr deutlich verbessert konnte. Dies ist in erster Linie ein Resultat der im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 implementierten Kosteneinsparmaßnahmen, welche in erster Linie im Personalbereich umgesetzt wurden. Der Personalaufwand reduzierte sich von 1,2 Mio. € (1.HJ 2013) deutlich auf 0,7 Mio. € (1.HJ 2014) und ist damit wesentlich für den Rückgang der Gesamtaufwendungen von 2,36 Mio. € (1.HJ 2013) auf 1,69 Mio. € (1.HJ 2014) verantwortlich. Weitere Einspareffekte dürften unseres Erachtens nicht mehr zu realisieren sein, so dass das aktuelle Kostenniveau als Basis für die weitere Geschäftsentwicklung zu be-

trachten ist. Unterstützt wird dies auch durch die Unternehmens-Guidance, wonach für das zweite Halbjahr 2014 ähnlich hohe operative Aufwendungen erwartet werden.

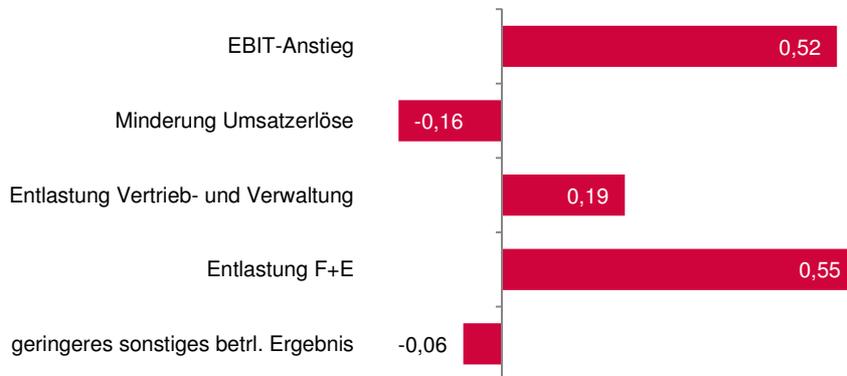
Operative Aufwendungen auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Der überwiegende Teil der Personalkosteneinsparungen wurde im Forschungs- und Entwicklungsbereich realisiert. Die aktuellen SYGNIS-Projekte sind von einer deutlich geringeren Entwicklungszeit geprägt, was sich unter Aufwandsgesichtspunkten speziell auf den F+E-Bereich positiv auswirkt. Nachfolgende Differenzanalyse verdeutlicht die Bedeutung des gegenüber dem Vorjahr um 0,55 Mio. € geringeren F+E-Aufwandes:

Differenzanalyse 1.HJ 2014 vs. 1.HJ 2013 (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.14

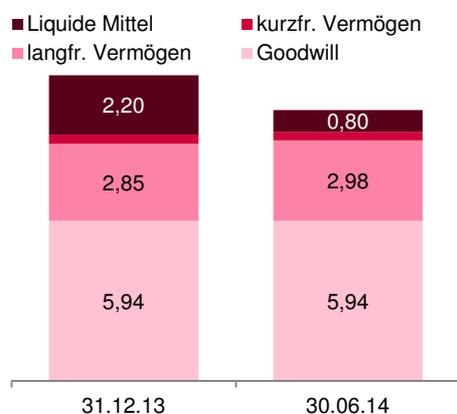
| in Mio. € | 30.06.2013 | 31.12.2013 | 30.06.2014 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital | 4,31 | 5,95 | 5,43 |
| EK-Quote (in %) | 47,6% | 52,6% | 54,1% |
| Operatives Anlagevermögen | 2,58 | 1,82 | 1,95 |
| Working Capital | -1,72 | -1,94 | -1,20 |
| Net Debt | 2,49 | -0,13 | 1,26 |

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

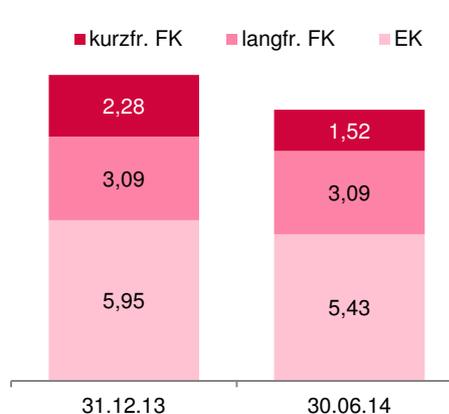
Da die SYGNIS AG im ersten Halbjahr noch keine nennenswerten Lizenz- oder Front-Up-Fees erwirtschaftet hat, ist die Liquiditätsausstattung bzw. die Reichweite der finanziellen Mittel unverändert ein entscheidendes Kriterium. Die noch fehlenden Zuflüsse aus der Produktvermarktung hatten in diesem Kontext einen negativen freien Cashflow in Höhe von -2,24 Mio. € (VJ: -1,56 Mio. €) zur Folge. Das Abrufen der SEDA-Eigenkapitalzusage in Höhe von 1,05 Mio. € konnte zwar den Rückgang der liquiden Mittel eindämmen, in Summe reduzieren sich diese jedoch von 2,20 Mio. € (31.12.13) auf 0,80 Mio. € (30.06.2014). Gemäß Unternehmenserwartungen reichen diese finanziellen Ressourcen bis zum Ende des laufenden Geschäftsjahres 2014 aus.

Aufgrund der Kapitalmaßnahme aus dem SEDA-Programm verzeichnete das Eigenkapital im ersten Halbjahr 2014 einen im Vergleich zum Periodenergebnis (- 1,58 Mio. €) nur unterproportionalen Rückgang auf 5,43 Mio. € (31.12.13: 5,95 Mio. €). Gemessen an der Bilanzsumme entspricht dies einer weiterhin soliden EK-Quote in Höhe von 54,1 % (31.12.13: 52,6 %).

Aktiva (in Mio. €)



Passiva (in Mio. €)



Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Sichtbar wird zudem ein Rückgang des kurzfristigen Fremdkapitals auf 1,52 Mio. € (31.12.13: 2,28 Mio. €), was primär Positionen betrifft, die Working Capital-Charakter aufweisen. Der daraus resultierende Anstieg des Working Capitals wird auch anhand des operativen Cashflows sichtbar, welcher unterhalb des Periodenergebnisses lag.

| in Mio. € | 1.HJ 2013 | 1.HJ 2014 |
|-------------------------|-----------|-----------|
| Cashflow (operativ) | -1,53 | -1,98 |
| Cashflow (Investition) | -0,03 | -0,26 |
| Cashflow (Finanzierung) | 1,32 | 0,84 |

Quelle: SYGNIS AG; GBC AG

Prognosen und Modellannahmen

| GuV (in Mio. €) | GJ 14e (neu) | GJ 14e (alt) | GJ 15e (neu) | GJ 15e (alt) | GJ 16e (neu) | GJ 16e (alt) |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 0,64 | 2,52 | 2,62 | 3,91 | 6,23 | 8,22 |
| EBITDA | -2,46 | -1,05 | -0,57 | 0,18 | 2,94 | 4,30 |
| EBIT | -2,73 | -1,17 | -0,85 | 0,03 | 2,65 | 4,15 |
| Jahresüberschuss | -2,80 | -0,93 | -0,06 | -0,04 | 2,70 | 3,43 |

Quelle: GBC AG

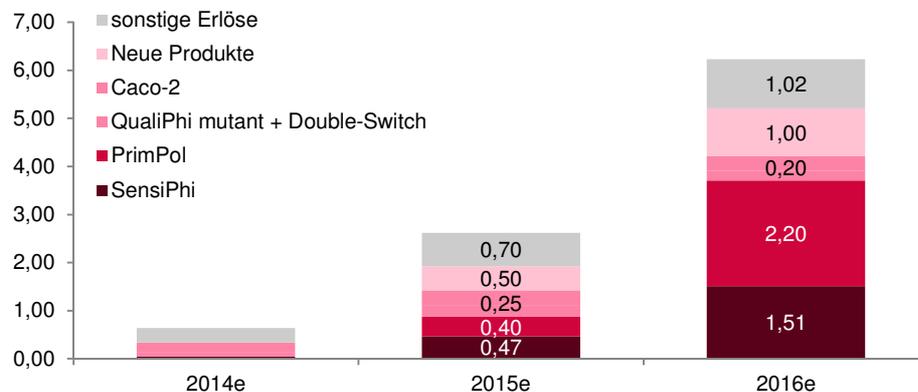
Umsatzprognosen

Die unter den Erwartungen gebliebene Umsatzentwicklung der ersten sechs Monate 2014 war in erster Linie eine Folge von Verzögerungseffekten bei der Vermarktung von SensiPhi® durch den Lizenzpartner Qiagen. Zudem handelt es sich bei den von Qiagen angebotenen und auf das Enzym SensiPhi® basierenden KITS um eine vollständig neue Technologie, welche naturgemäß einen bestimmten Zyklus durchlaufen muss. So wird das derzeitige Bestellverhalten der hochpreisigen Kits (REPLI-g WTA Single Cell Kit und REPLI-g Cell WGA & WTA Kit) von Kunden dominiert, die zunächst die Eigenschaften der neuen Technologie austesten. Dementsprechend ist mit einer zeitlich verzögerten Wachstumskurve bei der Vermarktung von SensiPhi® zu rechnen. Die Potenziale des NGS-Marktes sind indes unverändert hoch. Das hohe Interesse für NGS-Technologien wurde beispielsweise durch Qiagen im Rahmen einer Telefonkonferenz zu den Q2-Zahlen 2014 bekräftigt.

Umsatzseitig dürfte zwar das zweite Halbjahr 2014 im Zeichen der weiteren Vermarktung von SensiPhi® stehen, wir rechnen jedoch mit den ersten wesentlichen Umsatzimpulsen erst im kommenden Geschäftsjahr 2015. Demzufolge haben wir unsere Umsatzprognosen von bisher 2,52 Mio. € (siehe Researchstudie Anno vom 16.04.14) auf 0,64 Mio. € reduziert. Diese Anpassung geht mit der aktualisierten Unternehmens-Guidance konform, wonach eine Umsatzspanne zwischen 0,5 - 0,7 Mio. € erwartet wird.

Die niedrigeren Umsatzprognosen fundieren zudem auf der erwarteten Eigenvermarktung von PrimPol, die unseres Erachtens ab dem kommenden Geschäftsjahr 2015 bewerkstelligt werden könnte. Dadurch steht eine Auslizenzierung dieser Technologie nicht mehr im primären Fokus der SYGNIS AG, wodurch zunächst keine so genannten Front-Up-Fees generiert werden. Diese fehlenden Vorabzahlungen dürften jedoch im Zuge der Eigenvermarktung von PrimPol kompensiert werden.

Prognose des Umsatzmix (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Verkaufserlöse von PrimPol sind zudem in voller Höhe umsatzwirksam, während die Umsätze der auslizenzieren Technologien lediglich den Anteil der Lizenzerlöse (in der Regel 8,0 – 10,0 % vom Umsatzniveau) darstellen. Diese tendenzielle Verschiebung des Umsatzmix hin zur PrimPol-Technologie, bei gleichzeitig reduzierten Erwartungen beim Verkauf von SensiPhi[®], haben wir in unseren Umsatzprognosen berücksichtigt.

Ergebnisprognosen

Über die letzten Perioden hinweg hat die SYGNIS AG kostenseitige Optimierungen implementiert, wodurch der Break-Even (auf EBIT-Ebene) derzeit bei einem Umsatzniveau von etwa 3,4 Mio. € liegt. Weiterer Optimierungsbedarf ist an dieser Stelle nicht gegeben. Im Zuge der Eigenvermarktung von PrimPol rechnen wir darüber hinaus mit einem Anstieg der variablen Umsatzkosten, wengleich dieser unserer Ansicht nach auf niedrigem Niveau stattfinden dürfte. Die Produktion des Enzyms sowie die Herstellung von Endprodukten zum Einsatz im Forschungsbereich (PrimPol Kit) sind mit den vorhandenen Laborkapazitäten ohne nennenswerte Investitionen zu bewerkstelligen. Über eine anvisierte Partnerschaft mit Distributoren könnte die SYGNIS AG von den Vertriebskanälen der Partnerunternehmen profitieren und gleichzeitig eine hohe Kostendisziplin einhalten. Gemäß Unternehmensangaben werden bereits konkrete Gespräche mit Partnern geführt, um OEM-Vereinbarungen für Amplifizierungsprodukte auf Basis von PrimPol abzuschließen.

Unter den gegebenen Umständen und der reduzierten Umsatzerwartungen wird das EBIT der Geschäftsjahre 2014 und 2015 voraussichtlich noch im negativen Bereich ausfallen. Bei erwarteten Umsätzen in Höhe von 6,23 Mio. € dürfte der EBIT-Break-Even auf Gesamtjahresbasis mit einem antizipierten EBIT in Höhe von 2,65 Mio. € im Geschäftsjahr 2016 erreicht werden. Bei einem zunehmenden Umsatzvolumen sollten Skaleneffekte sukzessive zum Tragen kommen, so dass wir eine langfristige EBIT-Marge in Höhe von 65,0 % als realistisch erachten.

EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Gemäß Unternehmensplanungen beläuft sich die Reichweite der aktuellen Liquidität bis zum Ende des Geschäftsjahres 2014. Dies deckt sich mit unseren Prognosen, wonach bis zum 31.12.2014 ein Liquiditätsabfluss in Höhe von 1,0 Mio. € stattfinden dürfte. Die Nutzung der SEDA-Vereinbarung oder die Durchführung weiterer Kapitalmaßnahmen ist vor diesem Hintergrund ein denkbare Szenario. Darüber hinaus kann die Gesellschaft zur Deckung etwaiger Finanzierungslücken auf staatliche Förderprogramme oder weitere Gesellschaftsmittel zurückgreifen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die SYGNIS AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 15,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 65,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 27,0 % 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 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SYGNIS 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 1,76.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,70 % (bisher: 11,70 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,74 % (bisher: 10,74 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,74 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 4,60 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,00 € reduziert. Hauptsächlich beruht dies auf den niedrigeren Umsatz- und Ergebniserwartungen für das laufende Geschäftsjahr 2014, wodurch die Basis für die kommenden Geschäftsjahre niedriger ausfällt. Dies ist eine Folge von Verzögerungseffekten bei der Vermarktung von SensiPhi[®] sowie Resultat der Annahme, wonach eine geringere Anzahl an Auslizenzierungen im laufenden Geschäftsjahr erfolgen soll.

DCF-Modell

SYGNIS AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 15,0% | ewiges Umsatzwachstum | 3,0% |
| EBITDA-Marge | 65,0% | ewige EBITA - Marge | 63,3% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 4,7% | effektive Steuerquote im Endwert | 27,0% |
| Working Capital zu Umsatz | 4,2% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. EUR | estimate | | | consistency | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|--------|------------------|
| | GJ 14e | GJ 15e | GJ 16e | GJ 17e | GJ 18e | GJ 19e | GJ 20e | GJ 21e | |
| Umsatz (US) | 0,64 | 2,62 | 6,23 | 7,16 | 8,24 | 9,47 | 10,88 | 12,51 | |
| US Veränderung | 32,5% | 310,9% | 137,5% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 3,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 0,26 | 0,87 | 1,95 | 1,95 | 1,95 | 1,95 | 1,95 | 1,95 | |
| EBITDA | -2,46 | -0,57 | 2,94 | 4,66 | 5,35 | 6,15 | 7,07 | 8,13 | |
| EBITDA-Marge | -385,4% | -21,8% | 47,2% | 65,0% | 65,0% | 65,0% | 65,0% | 65,0% | |
| EBITA | -2,73 | -0,85 | 2,65 | 4,51 | 5,18 | 5,96 | 6,85 | 7,87 | |
| EBITA-Marge | -426,7% | -32,3% | 42,5% | 62,9% | 62,9% | 62,9% | 62,9% | 62,9% | 63,3% |
| Steuern auf EBITA | 0,08 | 0,13 | 0,00 | -0,68 | -1,40 | -1,61 | -1,85 | -2,12 | |
| zu EBITA | 2,8% | 15,0% | 0,0% | 15,0% | 27,0% | 27,0% | 27,0% | 27,0% | 27,0% |
| EBI (NOPLAT) | -2,65 | -0,72 | 2,65 | 3,83 | 3,78 | 4,35 | 5,00 | 5,74 | |
| Kapitalrendite | 2245,4% | -31,4% | 82,8% | 110,1% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 95,0% | 85,8% |
| Working Capital (WC) | -0,20 | 0,20 | 0,28 | 0,30 | 0,35 | 0,40 | 0,46 | 0,53 | |
| WC zu Umsatz | -31,3% | 7,6% | 4,5% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | |
| Investitionen in WC | -1,74 | -0,40 | -0,08 | -0,02 | -0,04 | -0,05 | -0,06 | -0,07 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 2,50 | 3,00 | 3,20 | 3,68 | 4,23 | 4,86 | 5,59 | 6,42 | |
| AFA auf OAV | -0,26 | -0,28 | -0,29 | -0,15 | -0,17 | -0,20 | -0,23 | -0,26 | |
| AFA zu OAV | 10,6% | 9,2% | 9,1% | 4,7% | 4,7% | 4,7% | 4,7% | 4,7% | |
| Investitionen in OAV | -0,94 | -0,78 | -0,49 | -0,63 | -0,72 | -0,83 | -0,96 | -1,10 | |
| Investiertes Kapital | 2,30 | 3,20 | 3,48 | 3,98 | 4,57 | 5,26 | 6,04 | 6,95 | |
| EBITDA | -2,46 | -0,57 | 2,94 | 4,66 | 5,35 | 6,15 | 7,07 | 8,13 | |
| Steuern auf EBITA | 0,08 | 0,13 | 0,00 | -0,68 | -1,40 | -1,61 | -1,85 | -2,12 | |
| Investitionen gesamt | -2,68 | -1,18 | -0,57 | -0,65 | -0,77 | -0,88 | -1,01 | -1,17 | |
| Investitionen in OAV | -0,94 | -0,78 | -0,49 | -0,63 | -0,72 | -0,83 | -0,96 | -1,10 | |
| Investitionen in WC | -1,74 | -0,40 | -0,08 | -0,02 | -0,04 | -0,05 | -0,06 | -0,07 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | -5,07 | -1,62 | 2,37 | 3,33 | 3,19 | 3,66 | 4,21 | 4,84 | 74,32 |

| | | |
|-------------------------------------|-------|-------------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 48,30 | 55,10 |
| Barwert expliziter FCFs | 11,89 | 14,79 |
| Barwert des Continuing Value | 36,40 | 40,31 |
| Nettoschulden (Net debt) | 4,50 | 6,21 |
| Wert des Eigenkapitals | 43,80 | 48,89 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 43,80 | 48,89 |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 10,64 | 10,64 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 4,12 | 4,60 |

Kapitalkostenermittlung:

| | |
|--------------------|--------------|
| risikolose Rendite | 2,0% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,76 |
| Eigenkapitalkosten | 11,7% |
| Zielgewichtung | 85,0% |
| Fremdkapitalkosten | 7,0% |
| Zielgewichtung | 15,0% |
| Taxshield | 25,0% |
| WACC | 10,7% |

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|------|-------|-------------|-------|-------|
| | 9,7% | 10,2% | 10,7% | 11,2% | 11,7% |
| 83,8% | 5,29 | 4,87 | 4,51 | 4,19 | 3,91 |
| 84,8% | 5,35 | 4,92 | 4,55 | 4,23 | 3,95 |
| 85,8% | 5,40 | 4,97 | 4,60 | 4,27 | 3,99 |
| 86,8% | 5,46 | 5,02 | 4,64 | 4,31 | 4,03 |
| 87,8% | 5,51 | 5,07 | 4,69 | 4,36 | 4,06 |

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 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 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. Aktiensplits, 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/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 §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: (4;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 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.

§ 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
Felix Gode, CFA, stellvertr. 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