



## **Researchstudie (Update)**

### **BHB Brauholding Bayern-Mitte AG**



**Deutliche Rentabilitätssteigerung im 1. HJ 2014**

-

**Prognosen für 2014 und Kursziel bestätigt**

**Kursziel: 3,65 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

## BHB Brauholding Bayern-Mitte AG<sup>\*5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 3,65 €**

Aktueller Kurs: 2,76  
 5.8.2014 / MCH  
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6  
 WKN: A1CRQD  
 Börsenkürzel: B9B  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,1  
 Marketcap<sup>3</sup>: 8,56  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 8,70  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
 Streubesitz: 58,00 %

Transparenzlevel:  
 m:access

Marktsegment:  
 Freiverkehr

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2014

### Analysten:

Felix Gode  
 gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle  
 hoelzle@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

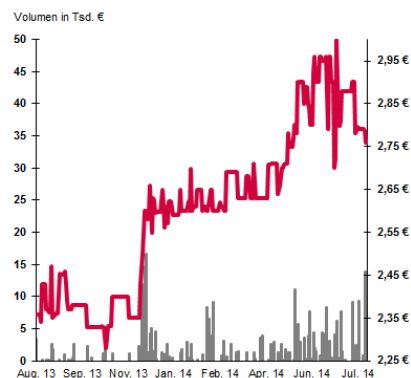
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 80

Gründung: 1882

Firmensitz: Ingolstadt

Vorstand: Franz Katzenbogen, Gerhard Bonschab



Die geschäftlichen Aktivitäten der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG erstrecken sich auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere in Bayern sehr bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH bietet eine breite Produktpalette von Bieren und alkoholfreien Getränken (unter der Marke „Bernadett Brunnen“) an. Zur Komplettierung ihres Produktangebotes vertreibt sie zudem Getränke anderer Hersteller. Auch wenn die Herrnbräu GmbH ihre Getränke grundsätzlich deutschlandweit vertreibt, ist ihre Geschäftstätigkeit auf die Regionen Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg konzentriert. Über die 40 %ige Beteiligung an der Herrnbräu Italia S.r.l. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	16,30	16,25	16,78	17,03
EBITDA	2,09	1,78	1,90	1,96
EBIT	0,41	0,34	0,45	0,51
Jahresüberschuss	0,25	0,26	0,27	0,33

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,08	0,09	0,09	0,11
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,45	0,54	0,52	0,51
EV/EBITDA	3,55	4,87	4,58	4,44
EV/EBIT	18,18	25,50	19,32	17,05
KGV	33,95	32,53	31,23	26,33
KBV		0,79		

### Finanztermine

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

12.03.2014: RS / 3,65 / KAUFEN

05.08.2013: RS / 3,65 / KAUFEN

17.07.2013: RG / 3,65 / KAUFEN

16.04.2013: RS / 3,65 / KAUFEN

12.02.2013: RG / 3,65 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>Executive Summary .....</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Markenportfolio .....	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014 .....	5
Absatz- und Umsatzentwicklung .....	5
Ergebnisentwicklung .....	6
Prognose und Modellannahmen .....	7
Umsatzprognosen .....	7
Ergebnisprognosen .....	7
<b>Bewertung .....</b>	<b>8</b>
Modellannahmen .....	8
Bestimmung der Kapitalkosten .....	8
Bewertungsergebnis .....	8
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>9</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>10</b>

## EXECUTIVE SUMMARY

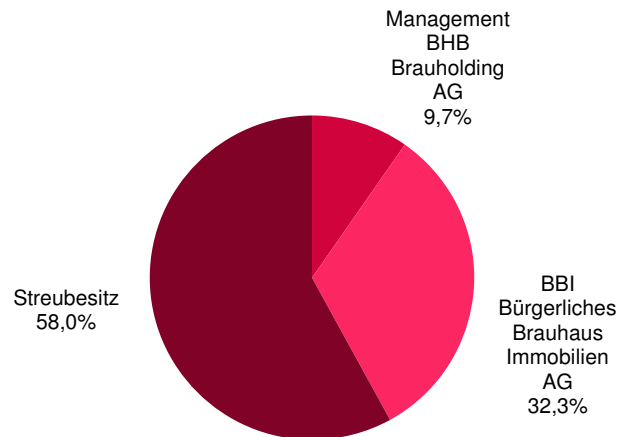
- Im Zuge der milden und frühlingshaften Temperaturen nahezu über die gesamte erste Jahreshälfte hinweg und auf Grund der Fußball-WM entwickelte sich der Bierabsatz im 1. HJ 2014 in Deutschland außergewöhnlich stark. So war in den ersten sechs Monaten des Jahres eine Absatzsteigerung um 4,4 % zu verzeichnen.
- Auch die BHB Brauholding AG Bayern-Mitte AG (BHB AG) konnte von diesem guten Umfeld profitieren und legte beim Absatz um 2,8 % auf 105 Tausend Hektoliter zu. In dieser Absatzzahl sind sowohl der Eigenbierabsatz, als auch das Handelsgeschäft, enthalten.
- Die Umsatzsteigerung fiel mit 0,3 % auf 7,89 Mio. € etwas unterproportional zur Absatzentwicklung aus. Hintergrund dessen ist vor allem ein stärkerer Umsatz im Handelsgeschäft und mit alkoholfreien Getränken, wo niedrigere Preise pro Hektoliter erzielt werden als mit den eigenen Bierspezialitäten.
- Deutlich stärker konnte die BHB AG jedoch auf der Ergebnisseite zulegen. Hier machten sich Skaleneffekte, insbesondere auf Grund der hohen Kostendisziplin, bemerkbar. In der Folge konnte das EBIT überproportional zum Umsatz um 10,5 % auf 0,21 Mio. € gesteigert werden. Die EBIT-Marge verbesserte sich von 2,4 % auf 2,7 % und erreichte damit wieder die in der Vergangenheit erzielten Höchstwerte.
- Noch deutlicher fiel der Zuwachs auf der Nettoebene aus. Hier wirkten niedrigere Steuern ergebnisentlastend, was im Zusammenhang mit der zum Jahresbeginn erfolgten Konzernumstrukturierung steht.
- Unsere Prognosen belassen wir nach den zufriedenstellenden Halbjahreszahlen unverändert. Weiterhin gehen wir damit für das GJ 2014 von Umsatzerlösen in Höhe von 16,78 Mio. € sowie einem EBIT von 0,45 Mio. € aus. Die EBIT-Marge dürfte damit bei 2,7 % liegen und an die historisch erreichten Höchstwerte heranreichen.
- **Die Aktien der BHB AG sind nach wie vor günstig bewertet, wenngleich die Kursentwicklung mit +7 % seit Jahresbeginn aufwärtsgerichtet war. Dennoch notiert die Aktie noch rund 20 % unterhalb ihres Buchwertes, bei einer stetigen Profitabilität und steigenden Rentabilität. Vor diesem Hintergrund sehen wir auch die Dividendenzahlungen als stabil an, mit tendenziell sogar steigenden Ausschüttungen in den kommenden Jahren. Die Notiz unter Buchwert sehen wir daher als nicht gerechtfertigt an und belassen unser Kursziel bei 3,65 €. Das Rating KAUFEN wird damit ebenfalls bestätigt.**

## UNTERNEHMEN

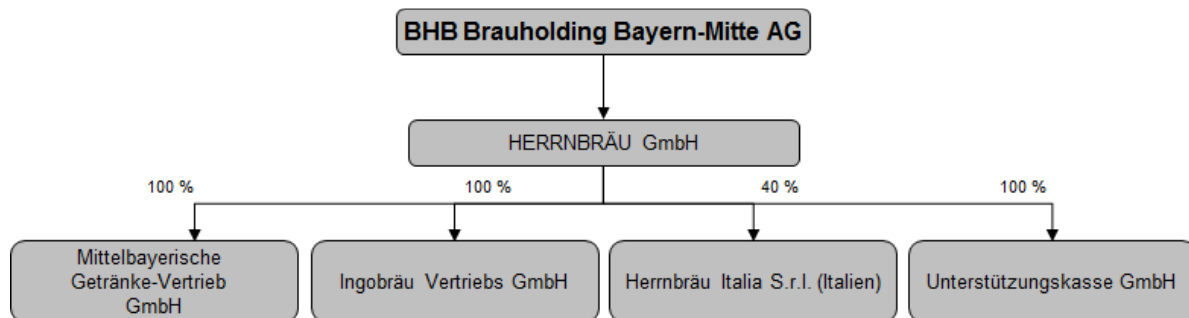
### Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	9,70%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	32,30%
Streubesitz	58,00%

Quelle: BHB, GBC



### Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

### Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC

## Geschäftsentwicklung 1. HJ 2014

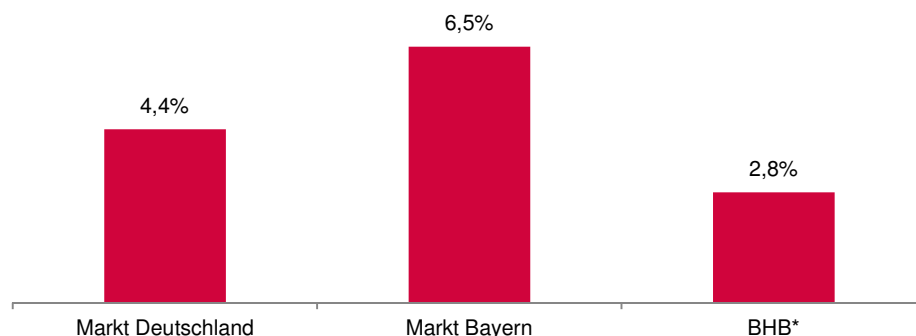
GuV (in Mio. €)	1.HJ 2013	Δ zum VJ	1.HJ 2014
Umsatzerlöse	7,88	+0,3 %	7,89
EBITDA	0,98	-3,0 %	0,95
<i>EBITDA-Marge</i>	12,4 %	-0,4 Pp.	12,0 %
EBIT	0,19	+10,5 %	0,21
<i>EBIT-Marge</i>	2,4 %	+0,3 Pp.	2,7 %
Periodenergebnis	0,14	+18,4 %	0,17
EPS in €	0,05	-	0,05

Quelle: BHB, GBC

### Absatz- und Umsatzentwicklung

Die Bierabsatzentwicklung in Deutschland im 1. HJ 2014 zeigte eine lange nicht mehr da gewesene Belebung. Während der Bierkonsum in Deutschland in den vergangenen Jahren eher rückläufig tendierte, wurde in den ersten sechs Monaten dieses Jahres eine kräftige Belebung registriert. Bundesweit stieg der Bierabsatz um 4,4 %. Im Kernmarkt der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB AG), Bayern, wurde sogar ein Anstieg um 6,5 % erreicht.

### Entwicklung Bierabsatz 1. HJ 2014 (in % geg. VJ)



Quelle: Statistisches Bundesamt, BHB; \*Die Absatzentwicklung der BHB bezieht sich auf den Gesamt-Getränkeabsatz (inkl. Handelsgeschäft)

Hintergrund dieser dynamischen Entwicklung waren vor allem der warme Winter und die milden Temperaturen im Frühjahr, welche einen zeitigen Beginn der Freiluftsaison ermöglichten. Auch die Fußball-WM wirkte begünstigend für die Absatzentwicklung.

Die BHB AG konnte von diesem positiven Trend profitieren und legte beim Absatz um 2,8 % auf 105 Tausend Hektoliter zu. Während die Gesellschaft in allen deutschen Absatzgebieten zulegen konnte, war die Dynamik auf dem inzwischen sehr wichtigen italienischen Auslandsmarkt etwas zögerlicher. Der leicht unterproportionale Zuwachs gegenüber dem Gesamtmarkt ist daher nicht als qualitativer Nachteil zu verstehen.

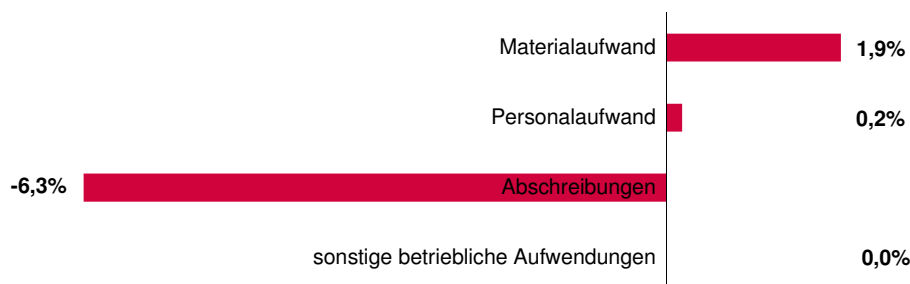
Die Umsatzerlöse der BHB AG legten im 1. HJ 2014 gleichzeitig um 0,3 % auf 7,89 Mio. € zu. Auch hierbei ist zu beachten, dass ein großer Teil des Absatzzuwachses dem starken Handelsgeschäft geschuldet ist. Auch das Geschäft mit alkoholfreien Getränken zeigte sich besonders stark, mit welchen aber - im Vergleich zu den Bierspezialitäten - niedrigere Preise pro Hektoliter erzielt werden.

Insgesamt schätzen wir die Absatz- und Umsatzentwicklung der BHB AG als zufriedenstellend ein, erwarten aber insbesondere im 2. HJ 2014 eine nochmalige Belebung der Entwicklung. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass das 2. HJ in der Regel stärker ausfällt als das 1. HJ.

## Ergebnisentwicklung

Deutlich besser als die Umsatzentwicklung war die Ergebnisentwicklung. Hier konnten auf Grund der stabilen Fixkostenpositionen Skaleneffekte erzielt werden. Insofern macht sich die über die vergangenen Jahre hinweg gelebte hohe Kostendisziplin des Vorstandes bezahlt. Deutlich wird dies bei der Betrachtung der Veränderung der Kostenpositionen. Während sich der Materialaufwand im Zuge zur Absatzentwicklung leicht nach oben bewegte, wurden insbesondere bei den Fixkostenpositionen *Personalaufwand* und *sonstige betriebliche Aufwendungen* Werte auf Vorjahresniveau erzielt. Einen deutlichen Rückgang gab es bei den Abschreibungen, was auf das Auslaufen von Abschreibungen auf Anlagen zurückzuführen ist.

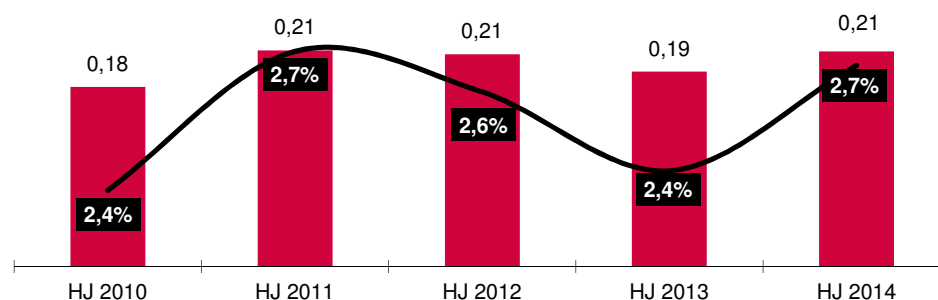
### Entwicklung der Kostenpositionen



Quelle: BHB, GBC

In der Folge konnte die BHB AG im 1. HJ 2014 eine deutliche Steigerung des EBIT um 10,5 % auf 0,21 Mio. € erreichen. Damit wurde wieder an das absolute Ergebnisniveau der Jahre 2011 und 2012 angeschlossen, nachdem im Vorjahr ein leichter Rücksetzer zu verzeichnen war. Noch entscheidender ist jedoch in unseren Augen die gesteigerte Rentabilität, welche mit einer EBIT-Marge von 2,7 % zum Ausdruck kommt und nahe den historischen Rekordwerten liegt.

### EBIT- und EBIT-Margen



Quelle: BHB, GBC

Noch deutlicher war der Zuwachs auf der Ebene des Netto-Ergebnisses. Hier war ein Zuwachs des Periodenergebnisses um sogar 18,4 % auf 0,17 Mio. € zu verzeichnen. Damit wurde ein neuer Rekordwert für ein erstes Halbjahr erreicht. Hintergrund der nochmals höheren Steigerung ist ein geringerer Steueraufwand, der auf die Umstrukturierung der Konzernstruktur zu Jahresbeginn zurückzuführen ist.

Die Ergebnisentwicklung der BHB AG im 1. HJ 2014 ist aus unserer Sicht als sehr erfreulich einzuschätzen. Insbesondere durch die starke Kostendisziplin im Fixkostenbereich machen sich Skaleneffekte bemerkbar, bereits bei kleinen Umsatzsteigerungen. Dementsprechend ist dem Unternehmen weiteres Margensteigerungspotenzial beizumessen, wenn die Umsatzerlöse weiter verbessert werden können.

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	16,25	16,78	17,03
EBITDA	1,78	1,90	1,96
EBITDA-Marge	11,0 %	11,3 %	11,5 %
EBIT	0,34	0,45	0,51
EBIT-Marge	2,1 %	2,7 %	3,0 %
Konzernjahresüberschuss	0,26	0,27	0,33
EPS in €	0,09	0,09	0,11

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

Da die Fußball-WM zu großen Teilen auch noch im Juli ausgetragen wurde und die deutsche Mannschaft den Finalsieg errungen hat, also bis zum Ende im Turnier verblieben ist, sollte der Bierabsatz im Q3 2014 dadurch noch begünstigt gewesen sein. Damit konnte der Absatzschwung mit in das Q3 2014 genommen werden, so dass der Juli 2014 erneut ein guter Monat war, nachdem bereits der Vorjahresmonat sehr stark ausgefallen war.

Daher gehen wir davon aus, dass sich die gute Absatzentwicklung auch im 2. HJ 2014 fortsetzen wird. Vielmehr erwarten wir, dass auch umsatzseitig ein höherer Zuwachs zu verbuchen sein wird, zumal das 2. HJ stets umsatzstärker ist als das 1. HJ. Hintergrund dessen sind die Sommermonate Juli und August sowie die ebenfalls konsumstarken Wintermonate zum Jahresende. Während das Management von Umsatzerlösen oberhalb der Marke von 16,50 Mio. € ausgeht, behalten wir unsere Erwartung von Umsatzerlösen in Höhe von 16,78 Mio. € bei, was einer Steigerung um 3,3 % gleichkommt.

### Ergebnisprognosen

Auch die Ergebnisprognosen belassen wir mit einem EBIT von 0,45 Mio. € unverändert. Bereits im 1. HJ 2014 war eine merkliche Ergebnissteigerung zu verzeichnen. Wir rechnen damit, dass sich die beschriebenen Skaleneffekte auch im 2. HJ 2014 margenerhöhend niederschlagen werden. Einer der wesentlichen Treiber sollte dabei, neben den erwarteten Umsatzverbesserungen, die hohe Fixkostendisziplin sein, die wir weiterhin erwarten.

Lediglich bei den Abschreibungen ist in der zweiten Jahreshälfte von einer leichten Erhöhung gegenüber dem 1. HJ auszugehen. So wurden im 1. HJ 2014 Investitionen in Höhe von rund 1 Mio. € in eine neue Sachanlagen getätigt, welche sich erhöhend auf die Abschreibungen im 2. HJ 2014 bemerkbar machen sollten. Auch sollten die Zinsaufwendungen etwas höher ausfallen, da im Rahmen der Investitionen eine Hefereinzuchtanlage in Höhe von 0,50 Mio. € per Darlehen finanziert wurde.

Auf die Bilanz sind die Auswirkungen der Darlehensaufnahme nur geringfügig, da die BHB zuvor keinerlei Bankverschuldung, sondern vielmehr eine Nettoliquidität auswies. Auch nach der Darlehensaufnahme beträgt die Eigenkapitalquote 74,4 % und ist damit überdurchschnittlich hoch im Branchenvergleich. Wir schätzen die langfristige Finanzierung von Investitionen vor diesem Hintergrund als positiv ein, insbesondere da das derzeitige Zinsniveau die Finanzierung zu sehr günstigen Konditionen ermöglicht.

Angesichts der zu erwartenden Ergebnisverbesserung gehen wir davon aus, dass die BHB AG auch für das GJ 2014 erneut die Ausschüttung einer Dividende in Höhe von 0,06 € pro Aktie vorschlagen wird. Noch deutlicher erwarten wir darüber hinaus die Ergebnissteigerung im GJ 2015, mit einer erwarteten EBIT-Marge von dann 3,0 %, woraus sich dann auch Spielraum für eine höhere Dividendenausschüttung ergeben könnte.



## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33 % 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 1,0 %.

### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der BHB Brauholding 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 %.

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 0,98.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,40 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,40 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,40 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als **Kursziel 3,65 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel unverändert belassen.

## DCF-MODELL

### BHB Brauholding Bayern-Mitte AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	12,5%	ewige EBITA - Marge	4,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	8,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	16,78	17,03	17,27	17,52	17,78	18,04	18,30	18,56	
US Veränderung	3,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,12	3,14	3,10	3,09	3,09	3,10	3,12	3,15	
EBITDA	1,90	1,96	2,16	2,19	2,22	2,25	2,29	2,32	
EBITDA-Marge	11,3%	11,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
EBITA	0,45	0,51	0,80	0,80	0,80	0,81	0,83	0,85	4,5%
EBITA-Marge	2,7%	3,0%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,26	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	
zu EBITA	38,4%	35,7%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	0,28	0,33	0,54	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	
Kapitalrendite	4,2%	4,9%	7,9%	7,7%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,7%
Working Capital (WC)	1,34	1,36	1,38	1,40	1,42	1,44	1,46	1,49	
WC zu Umsatz	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in WC	-0,05	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,38	5,43	5,57	5,68	5,76	5,82	5,86	5,90	
AFA auf OAV	-1,45	-1,45	-1,36	-1,39	-1,42	-1,44	-1,45	-1,47	
AFA zu OAV	27,0%	26,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	6,72	6,79	6,95	7,08	7,18	7,26	7,33	7,38	
EBITDA	1,90	1,96	2,16	2,19	2,22	2,25	2,29	2,32	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,26	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	
Investitionen gesamt	-1,55	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,05	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,18	0,26	0,37	0,41	0,44	0,47	0,49	0,52	7,68

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,84	7,09
Barwert expliziter FCFs	2,18	2,09
Barwert des Continuing Value	4,66	5,00
Nettoschulden (Net debt)	-4,16	-4,22
Wert des Eigenkapitals	10,99	11,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,99	11,31
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,55	<b>3,65</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,98
Eigenkapitalkosten	7,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
7,2%	3,74	3,63	3,53	3,44	3,35
7,4%	3,81	3,69	3,59	3,49	3,41
7,7%	3,88	3,76	<b>3,65</b>	3,55	3,46
7,9%	3,94	3,82	3,71	3,61	3,51
8,2%	4,01	3,89	3,77	3,66	3,57

## 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: (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](mailto: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:

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)