



Researchstudie (Update)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Umsatzwachstum und Margenverbesserung im 1. HJ 2016

-

3 % EBIT-Marge weiterhin fest im Blick

Kursziel: 3,75 €

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 ^{*5a,11}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 3,75

Aktueller Kurs: 2,77

8.8.2016 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,1

Marketcap³: 8,59

Enterprise Value³: 8,80

³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,1 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2016

Analysten:

Felix Gode, CFA

gode@gbc-ag.de

Matthias Greiffenberger

greiffenberger@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

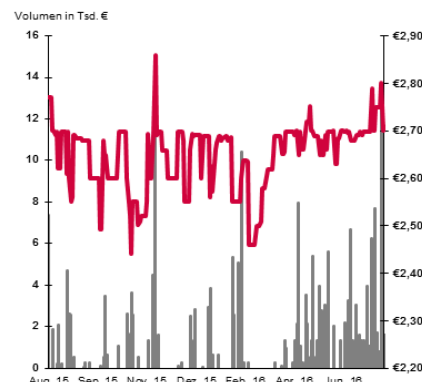
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 81

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	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	16,28	17,04	17,10	17,36
EBITDA	1,72	1,88	1,88	1,90
EBIT	0,33	0,47	0,48	0,50
Jahresüberschuss	0,01	0,31	0,32	0,35

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,11
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,54	0,52	0,51	0,51
EV/EBITDA	5,13	4,68	4,67	4,64
EV/EBIT	26,57	18,63	18,21	17,77
KGV	858,70	27,70	26,83	24,53
KBV		0,79		

Finanztermine

****letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

05.07.2016: RS / 3,75 / KAUFEN

20.04.2016: RS / 3,75 / KAUFEN

17.03.2016: RS / 3,65 / KAUFEN

26.02.2016: RS / 3,65 / KAUFEN

11.11.2015: RS / 3,65 / KAUFEN

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

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 30.06.2016)	4
Konsolidierungskreis	4
Markenportfolio	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016	5
Absatz- und Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Prognose und Modellannahmen	7
Umsatzprognosen	7
Ergebnisprognosen	7
Bewertung	8
Modellannahmen	8
Bestimmung der Kapitalkosten	8
Bewertungsergebnis	8
DCF-Modell.....	9
Anhang	10

EXECUTIVE SUMMARY

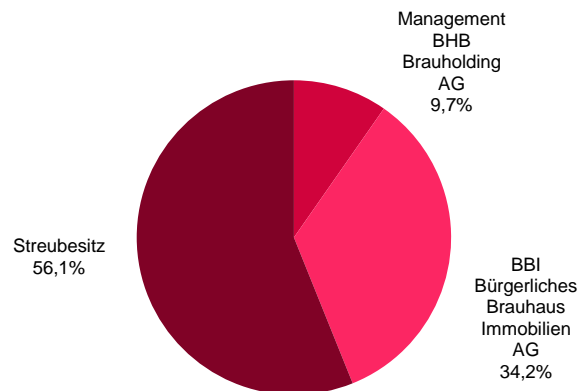
- Der BHB Brauholding AG konnte im 1. HJ 2016 deutlich stärker als der deutsche Gesamtmarkt wachsen. Während der Bierabsatz in Deutschland um 1,0 % zulegte, konnte die BHB Brauholding AG ihren Gesamt-Getränke-Absatz um 2,9 % steigern. Somit lag der Getränkeabsatz der BHB Brauholding AG bei 105 Tausend Hektolitern (thl), gegenüber 102 thl im Vorjahr. Die gute Absatzentwicklung wurde begünstigt durch die Fußball-EM 2016, die zu großen Teilen im Juni stattfand. Hinzu kamen zahlreiche Veranstaltungen im Rahmen des 500-jährigen Jubiläums des Reinheitsgebots.
- Der gute Absatz schlug sich auch auf die Umsatzentwicklung nieder, so dass die BHB Brauholding AG ihren Bruttoumsatz von 8,04 Mio. € im Vorjahr um 1,7 % auf 8,18 Mio. € steigern konnte. Der leicht unterproportionale Anstieg des Umsatzes gegenüber dem Absatz ist durch einen zunehmend Absatz außerhalb der Kernregion in Bayern zu erklären.
- Der gesteigerte Umsatz schlug sich im Zusammenspiel mit unverändert guten Kostenrelationen erhöhend auf das Ergebnis nieder. So konnte die BHB Brauholding AG im Vergleich zum Vorjahr eine EBIT-Steigerung um 14,5 % von 0,19 Mio. € auf 0,22 Mio. € verbuchen. Auch die EBIT-Marge verbesserte sich von 2,4 % auf 2,7 %.
- Die positiven Signale aus dem 1. HJ 2016 lassen auch auf eine gute Entwicklung für das Gesamtjahr 2016 schließen. Jedoch war das 2. HJ 2015 auf Grund des sehr heißen Sommers ausgesprochen stark, so dass wir davon ausgehen, dass die im Vorjahr erreichten Werte im 2. HJ 2016 nicht wieder erreicht werden können. Daher senken wir unsere bisherigen Umsatzprognose für das GJ 2016 leicht und erwarten einen Anstieg der Netto-Umsatzerlöse auf 16,31 Mio. €. Damit liegt unserer Erwartung nunmehr im Rahmen der vom Vorstand ausgegebenen Guidance von 16,30 Mio. €.
- Die gute Margenentwicklung im 1. HJ 2016 bestätigt auch unsere Erwartungen hinsichtlich der Rentabilität. Angesichts der reduzierten Umsatzprognosen passen wir jedoch auch unsere Ergebnisschätzung leicht an. Demzufolge erwarten wir nunmehr ein EBIT in Höhe von 0,48 Mio. €. Die Umsatzsteigerungen, in Kombination mit den stabilen Kostengrößen, sollten vor allem aber auch zukünftig weitere Margenverbesserungen ermöglichen. Dies entspricht auch dem Tonus des Vorstands der mittelfristig eine Ziel-EBIT-Marge von 3% anpeilt. Wir gehen davon aus, dass diese Größenordnung bereits im kommenden Jahr 2017 nahezu erreicht wird.
- **Vor dem Hintergrund des guten 1. HJ 2016 sehen wir die Aktie der BHB Brauholding AG unverändert als stark unterbewertet an. Die Aktie notiert weiterhin rund 20 % unterhalb ihres Buchwertniveaus, trotz merklicher operativer Fortschritte in den vergangenen Perioden. Die Verbesserungen auf der Absatz- und Umsatzseite schlagen sich positiv in den Margen nieder, was der Aktienkurs unseres Erachtens nicht ausreichend reflektiert. Wir halten daher an unserem Kursziel von 3,75 € pro Aktie fest und bestätigen das Rating KAUFEN.**

UNTERNEHMEN

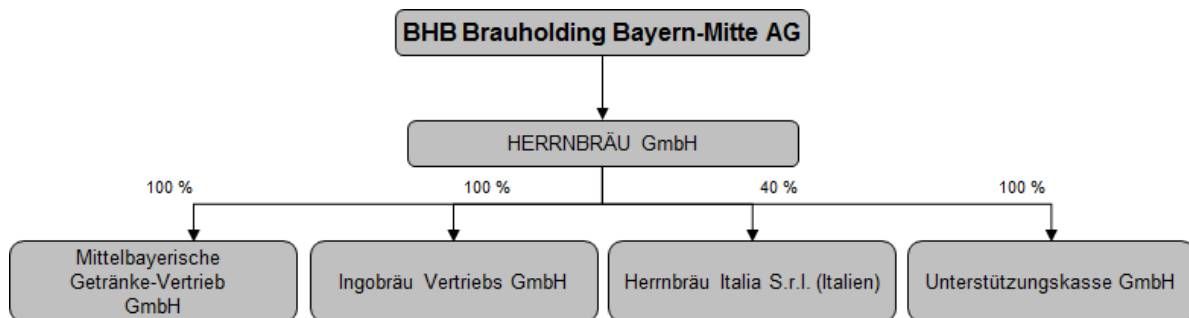
Aktionärsstruktur (Stand: 30.06.2016)

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	9,7 %
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	34,2 %
Streubesitz	56,1 %

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2016

in Mio. €	1. HJ 2015	Δ in %	1. HJ 2016
Umsatzerlöse (brutto)	8,04	1,7%	8,18
Umsatzerlöse (netto)	7,66	1,8%	7,80
EBITDA (Marge)	0,91 (11,3%)	1,7%	0,92 (11,3 %)
EBIT (Marge)	0,19 (2,4%)	14,5%	0,22 (2,7%)
Jahresüberschuss	0,14	-23,4%	0,11
EPS in €	0,05	-23,4%	0,04

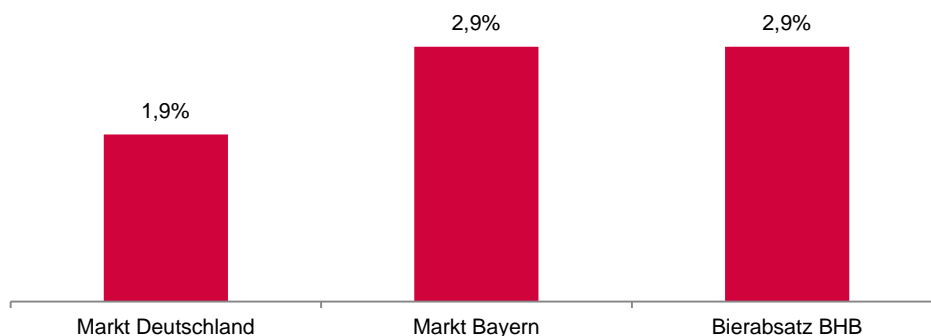
Quelle: BHB, GBC

Absatz- und Umsatzentwicklung

Trotz des durchwachsenen Sommers im 1. HJ 2016 konnte der Bierabsatz auf dem deutschen Markt in der ersten Jahreshälfte um 1,9 % gesteigert werden. Hintergrund dessen dürfte dabei insbesondere die anhaltend gute Konsumstimmung sein. Auch die Fußball-EM, welche zu großen Teilen im Juni 2016 stattfand, sollte ein Wachstumstreiber gewesen sein. Noch besser als der deutsche Gesamtmarkt entwickelte sich der bayerische Biermarkt, wo ein Zuwachs um 2,9 % zu verzeichnen war. Bayern behauptete sich damit als das Bundesland in Deutschland mit dem höchsten Bierabsatz, noch vor dem bevölkerungsreichen Nordrhein-Westfalen.

Mit dem guten Absatzzuwachs in Bayern konnte auch die BHB Brauholding AG eine Absatzsteigerung verzeichnen. Diese lag bei 2,9 % und entwickelte sich damit kongruent zum bayerischen Markt. Neben der Fußball-EM dürften auch die zahlreichen Veranstaltungen im Rahmen des 500-jährigen Jubiläums des deutschen Reinheitsgebotes wichtige Impulse gewesen sein. Nicht zuletzt gehen wir davon aus, dass der konsequente Ausbau des Absatzgebietes Früchte trägt und zu einer kontinuierlichen Vergrößerung der Absatzmenge führt.

Entwicklung des Bierabsatzes in Deutschland im 1. HJ 2016 (in % geg. VJ)



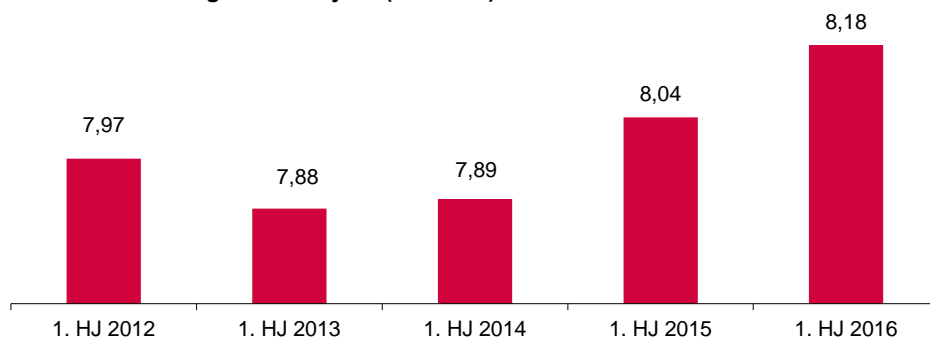
Quelle: Statistisches Bundesamt, BHB

Das dynamische Absatzwachstum hat sich auch positiv auf den Umsatz niedergeschlagen. So konnte abermals ein neues Rekordhalbjahr, bezogen auf das Umsatzniveau, erzielt werden. Mit 8,18 Mio. € lagen die Brutto-Umsatzerlöse im 1. HJ 2016 um 1,7 % über dem Vorjahresniveau von 8,04 Mio. €.

Der leicht unterproportionale Anstieg des Umsatzes gegenüber dem Absatz ist durch den kontinuierlichen Ausbau des Absatzgebietes zu begründen. Dabei setzt das Unternehmen seine Produkte zunehmend außerhalb Bayerns ab, was auch das Auslandsgeschäft inkludiert. Dabei ist zu erwähnen, dass sich dies nicht direkt auf höhere Logistikkosten für die BHB Brauholding AG niederschlägt, sondern die Auslieferung von den Kunden organisiert wird. Diese Kostenübernahmen spiegeln sich in niedrigeren Absatzpreisen wider. Ungeachtet dessen ist die Steigerung der Absatzmengen ein wichtiges

Kriterium, das zeigt, dass die Qualitätsbiere der BHB Brauholding AG auch außerhalb des Heimatmarktes geschätzt werden. Nicht minder wichtig sind auch die Skaleneffekte in der Produktion, die durch größere Mengen generiert werden können, welche sich wiederum positiv auf das Margenniveau niederschlagen.

Umsatzentwicklung zum Halbjahr (in Mio. €)

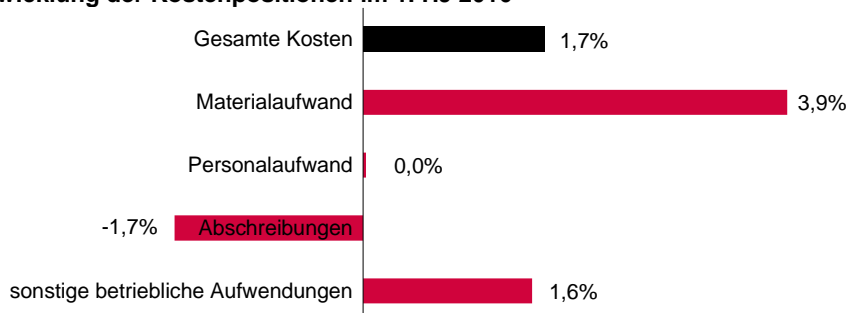


Quelle: BHB, GBC

Ergebnisentwicklung

Der gesteigerte Umsatz konnte auch auf die Ergebnisentwicklung übertragen werden. Dabei sind die Kosten insgesamt proportional zum Umsatz um 1,7 % angewachsen, womit auf Ebene des EBITDA eine stabile Marge von 11,3 % ausgewiesen wurde. Absolut betrachtet, war beim EBITDA ein Anstieg von 0,905 Mio. € auf 0,921 Mio. € zu verzeichnen. Während die Materialaufwendungen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 3,9 % gestiegen sind, blieben die Personalkosten unverändert. Dabei wurde die tarifbedingte Lohnsteigerung durch eine leichte Reduktion der Mitarbeiterzahl kompensiert. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wuchsen nahezu proportional zum Umsatz um 1,6 %

Entwicklung der Kostenpositionen im 1. HJ 2016



Quelle: BHB, GBC

Die Abschreibungen waren um 1,7 % rückläufig, was sich positiv auf das EBIT auswirkte. Im Vergleich zum Vorjahr konnte die BHB Brauholding AG damit eine deutliche Steigerung des EBIT und der EBIT-Marge verbuchen. So stieg das EBIT deutlich überproportional um 14,5 % von 0,19 Mio. € auf 0,22 Mio. €. Die EBIT-Marge legte von 2,4 % auf 2,7 % zu und näherte sich damit der Zielgröße von 3 % weiter an. Hintergrund für die Verbesserung der Marge sind neben der strengen Kostendisziplin vor allem auch die zunehmenden Skaleneffekte durch Mengensteigerungen in der Produktion bei den eigenen Getränken. Das Periodenergebnis lag mit 0,11 Mio. € leicht unter dem Vorjahresniveau von 0,14 Mio. €.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)
Umsatzerlöse (brutto)	17,04	17,30	17,10	17,56	17,36
Umsatzerlöse (netto)	16,25	16,50	16,31	16,75	16,56
EBITDA (Marge)	1,88 (11,0 %)	1,92 (11,1%)	1,88 (11,0%)	1,96 (11,1%)	1,90 (10,9%)
EBIT (Marge)	0,47 (2,8 %)	0,50 (2,9%)	0,48 (2,8%)	0,53 (3,0%)	0,50 (2,9%)
Konzernjahresüberschuss	0,31	0,34	0,32	0,37	0,35
EPS in €	0,10	0,11	0,10	0,12	0,11

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Unverändert geht das Management der BHB Brauholding AG davon aus, dass der Gesamt-Getränke-Absatz im GJ 2016 etwas unterhalb des Vorjahresniveaus liegen wird. Nach 216 thl im Vorjahr werden nunmehr 214 bis 215 thl erwartet. Hintergrund dieser erwarteten Entwicklung ist der sehr starke Juli im vergangenen Jahr, was im Zusammenhang mit dem sehr heißen und trockenen Wetter zu sehen war. Wenngleich die positiven Signale aus dem 1. HJ 2016 unverändert auf eine gute Entwicklung für das Gesamtjahr 2016 schließen lassen, ist nicht damit zu rechnen, dass 2. HJ 2016 ebenso stark werden wird wie der Vorjahreszeitraum. Daher haben wir unsere Umsatzprognose für 2016 leicht nach unten angepasst.

Wir gehen nunmehr davon aus, dass Netto-Umsatzerlöse in Höhe von 16,31 Mio. € erreicht werden, was einer Steigerung um 0,4 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Damit entspricht unsere Erwartung auch der vom Vorstand ausgegebenen Guidance von 16,30 Mio. €.

Insgesamt betrachtet, wird in den kommenden Jahren vor allem die Ausweitung des Vertriebsgebietes hinsichtlich der Umsatzentwicklung eine entscheidende Rolle spielen. Vor allem auch den internationalen Absatz betreffend, plant das Unternehmen eine noch bessere Durchdringung. Während die BHB Brauholding AG auf dem italienischen Markt bereits sehr stark positioniert ist, sollen weitere Auslandsregionen zusätzlich verstärkt in den Fokus rücken. Wesentliche Absatzimpulse sollten daraus jedoch erst in den kommenden Perioden spürbar werden.

Ergebnisprognosen

Entsprechend der leichten Reduktion der Umsatzerlöse haben wir auch die Ergebniserwartung angepasst. Wir gehen nunmehr davon aus, dass ein EBIT in Höhe von 0,48 Mio. € erreicht wird, nachdem wir bislang 0,50 Mio. € erwartet hatten. Diese Reduktion ist ausschließlich auf die Umsatzanpassung zurückzuführen. Hinsichtlich der Kosten ist nicht von erheblichen Schwankungen auszugehen, da das Unternehmen sehr stabile Fixkostengrößen aufweist. Auch bei den Rohstoffpreisen war in den vergangenen Perioden eine hohe Stabilität zu erkennen, wobei wir auch für das 2. HJ 2016 keine Veränderungen erwarten. Insofern sollten sich zukünftige weitere Absatzsteigerungen auch unmittelbar positiv im EBIT niederschlagen.

Unverändert gehen wir auch davon aus, dass die erwarteten Umsatzsteigerungen der kommenden Jahre, im Zuge der Absatzverbesserungen, in Kombination mit der strengen Kostenkontrolle, weitere Margenverbesserung ermöglichen sollten. Während wir für das kommende GJ 2017 eine EBIT-Marge von 2,9 % erwarten, rückt die Ziel-EBIT-Marge von 3,0 % in greifbare Nähe. In Bezug auf die Dividendenausschüttung gehen wir davon aus, dass die stabile Ausschüttungspolitik der vergangenen Jahre fortgesetzt wird.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 bis 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 % in Phase 2. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % 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 1,5 %.

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.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,50 %).**

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 0,89.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,91 % (bisher: 6,40 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,91 % (bisher: 6,40 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,91 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als **Kursziel 3,75 €**. 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	1,5%
EBITDA-Marge	11,3%	ewige EBITA - Marge	3,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	17,10	17,36	17,62	17,88	18,15	18,42	18,70	18,98		
US Veränderung	0,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,69	2,70	2,71	2,72	2,74	2,76	2,79	2,82		
EBITDA	1,88	1,90	1,99	2,02	2,05	2,08	2,11	2,14		
EBITDA-Marge	11,0%	10,9%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%	11,3%		
EBITA	0,48	0,50	0,58	0,59	0,60	0,62	0,65	0,67		
EBITA-Marge	2,8%	2,9%	3,3%	3,3%	3,3%	3,4%	3,5%	3,5%		3,8%
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,15	-0,17	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20		
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		30,0%
EBI (NOPLAT)	0,34	0,35	0,40	0,41	0,42	0,44	0,45	0,47		
Kapitalrendite	4,7%	4,7%	5,4%	5,5%	5,5%	5,7%	5,8%	6,0%		6,5%
Working Capital (WC)	1,00	1,02	1,03	1,05	1,06	1,08	1,09	1,11		
WC zu Umsatz	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%		
Investitionen in WC	-0,05	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,35	6,42	6,51	6,58	6,63	6,67	6,70	6,73		
AFA auf OAV	-1,40	-1,40	-1,41	-1,43	-1,45	-1,46	-1,47	-1,47		
AFA zu OAV	22,0%	21,8%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%		
Investitionen in OAV	-1,48	-1,47	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50		
Investiertes Kapital	7,35	7,44	7,54	7,62	7,69	7,75	7,80	7,84		
EBITDA	1,88	1,90	1,99	2,02	2,05	2,08	2,11	2,14		
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,15	-0,17	-0,18	-0,18	-0,19	-0,19	-0,20		
Investitionen gesamt	-1,53	-1,48	-1,51	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52		
Investitionen in OAV	-1,48	-1,47	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50		
Investitionen in WC	-0,05	-0,01	-0,01	-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	0,21	0,26	0,30	0,33	0,35	0,38	0,40	0,43		8,80
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,82	8,02								
Barwert expliziter FCFs	1,93	1,78								
Barwert des Continuing Value	5,89	6,23								
Nettoschulden (Net debt)	-3,52	-3,59								
Wert des Eigenkapitals	11,33	11,61								
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00								
Wert des Aktienkapitals	11,33	11,61								
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10								
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,66	3,75								

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	5,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,9%

Kapitalrendite	WACC				
	5,3%	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%
6,0%	3,90	3,71	3,54	3,40	3,27
6,2%	4,02	3,82	3,64	3,49	3,36
6,5%	4,14	3,93	3,75	3,59	3,45
6,7%	4,26	4,04	3,85	3,68	3,53
7,0%	4,39	4,15	3,95	3,77	3,62

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: (5a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Matthias Greiffenberger, M.A., M.Sc., 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



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