



Researchstudie (Update)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Überproportionale Ergebnisverbesserungen im 1. HJ 2017

-

Weitere Marktanteile konnten gewonnen werden

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 ^{*5a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 3,65 €

Aktueller Kurs: 3,00 €
08.08.2017 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
WKN: A1CRQD
Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,1
Marketcap³: 9,30
Enterprise Value³: 8,56
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,1 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

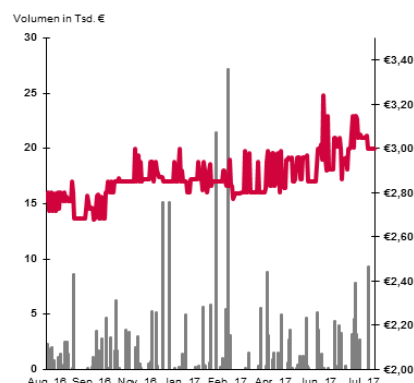
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

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	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	17,14	17,10	17,30	17,56
EBITDA	1,88	1,85	1,88	1,93
EBIT	0,47	0,40	0,41	0,43
Jahresüberschuss	0,31	0,21	0,26	0,27

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,10	0,07	0,08	0,09
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,48	0,50	0,49	0,49
EV/EBITDA	4,46	4,62	4,54	4,43
EV/EBIT	17,80	21,61	20,98	19,72
KGV	30,00	44,29	35,77	34,44
KBV		0,86		

Finanztermine

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
25.04.2017: RS / 3,65 / KAUFEN
24.02.2017: RS / 3,75 / KAUFEN
12.10.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
09.08.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
05.07.2016: RS / 3,75 / 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	4
Konsolidierungskreis	4
Markenportfolio	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2017	5
Absatz- und Umsatzentwicklung	5
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

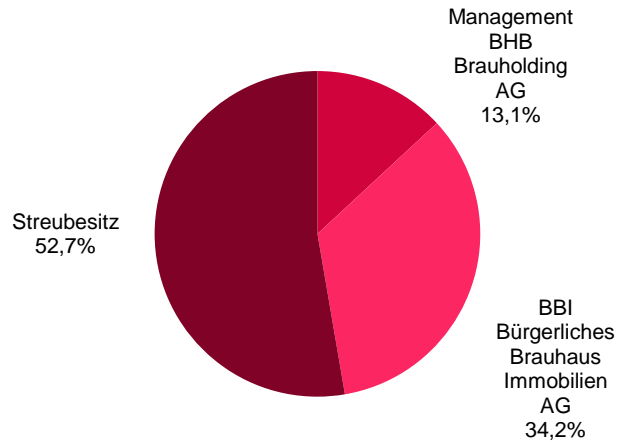
- Deutschlandweit ging der Bierabsatz im 1. Halbjahr 2017 um 2,1% zurück. Hintergrund war insbesondere der starke Bierabsatz aus dem Vorjahreszeitraum, welcher von der Fußball-EM und dem 500-jährigen Jubiläum des Reinheitsgebots profitierte. Gleichsam reduzierte sich auch der Bierabsatz in Bayern um 0,7%. Hier konnte der besonders heiße Juni in Süddeutschland dem rückläufigen Trend entgegenwirken. Konträr hierzu steigerte die BHB Brauholding den Bierabsatz um 0,1%. Somit konnte sich das Unternehmen in einem rückläufigen Markt behaupten und weitere Marktanteile gewinnen.
- Neben dem Ausbau der Marktanteile partizipierte die BHB Brauholding von einer erfolgreichen Durchsetzung einer Preiserhöhung und konnte so die Umsatzerlöse überproportional zum Getränkeabsatz steigern. Insgesamt wurden so die Brutto-Umsatzerlöse um 0,6% auf 8,27 Mio. € (VJ: 8,22 Mio. €) gesteigert.
- Die Preissteigerungen erhöhten nicht nur den Umsatz sondern schlugen sich auch positiv auf das Ergebnis nieder. Die BHB Brauholding steigerte im 1. Halbjahr 2017 das EBIT um 12,8% auf 0,25 Mio. € (VJ: 0,22 Mio. €) und erhöhte dementsprechend die EBIT-Marge von 2,7% im Vorjahr auf 3,0%. Somit konnte im ersten Halbjahr bereits die langfristige Ziel-EBIT-Marge von 3,0% erreicht werden. Hintergrund der deutlichen Ergebnissteigerung ist der hohe Fixkostenanteil an der Produktion. Hierdurch schlug sich die erhöhte Umsatzbasis bei einer unverändert guten Kostenrelation erhöhend auf das Ergebnis nieder.
- Im Rahmen der sehr guten Ergebnisse des 1. Halbjahres 2017 wurden die unternehmenseignen Prognosen bestätigt. Demnach geht das Unternehmen von einem Umsatz in Höhe von 17,3 Mio. € aus, bei einer EBIT-Marge von 2,8-3,0%. Vor dem Hintergrund des guten ersten Halbjahres und der exzellenten Marktstellung des Unternehmens bestätigen wir unsere Prognosen von 17,30 Mio. € Umsatz im GJ 2017 bzw. 17,56 Mio. € im GJ 2018. Die weitere Umsatzausweitung soll über eine weitere Verdichtung des Vertriebsnetzes und einer zusätzlichen Forcierung des Exports nach Italien und Polen erreicht werden.
- Ergebnisseitig rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 0,41 Mio. € für das GJ 2017 bzw. 0,43 für das GJ 2018. Insgesamt sollte durch die Umsatzausweitungen und der Kostendisziplin eine deutliche EBIT-Steigerung möglich sein, da das Unternehmen sehr fixkostenlastig ist. Unsere Erwartungen decken sich auch mit der unternehmenseitig kommunizierten langfristigen Ziel-EBIT-Marge von 3,0%.
- **Vor dem Hintergrund der guten Umsätze und Ergebnisse des 1. Halbjahres 2017 bestätigen wir unsere Prognose. Darüber hinaus wird die BHB Brauholding gegenwärtig rd. 15% unter Buchwert gehandelt und ist somit günstig bewertet. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 3,65 € je Aktie bestimmt und vergeben das Rating Kaufen.**

UNTERNEHMEN

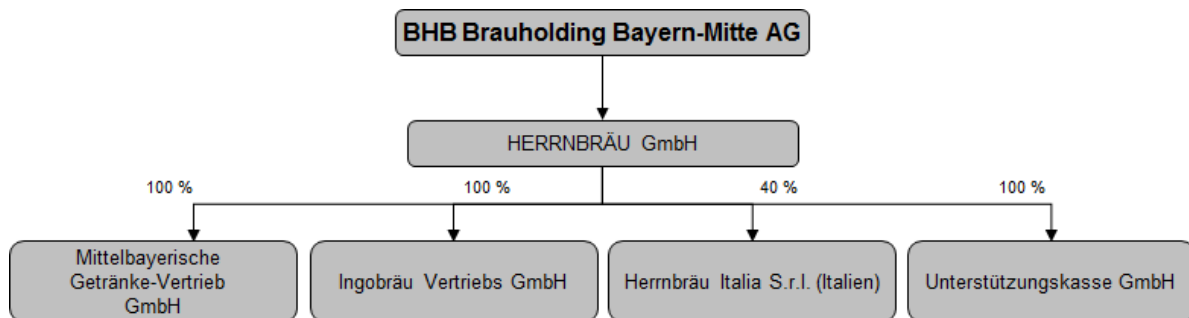
Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	13,1%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	34,2 %
Streubesitz	52,7 %

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2017

in Mio. €	1. HJ 2016	Δ	1. HJ 2017
Umsatzerlöse (brutto)	8,22	0,6%	8,27
Umsatzerlöse (netto)	7,87	0,4%	7,90
EBITDA (Marge)	0,92 (11,1%)	4,8%	0,96 (11,6%)
EBIT (Marge)	0,22 (2,7%)	12,8%	0,25 (3,0%)
Jahresüberschuss	0,11	22,7%	0,14
EPS in €	0,04	1,2%	0,04

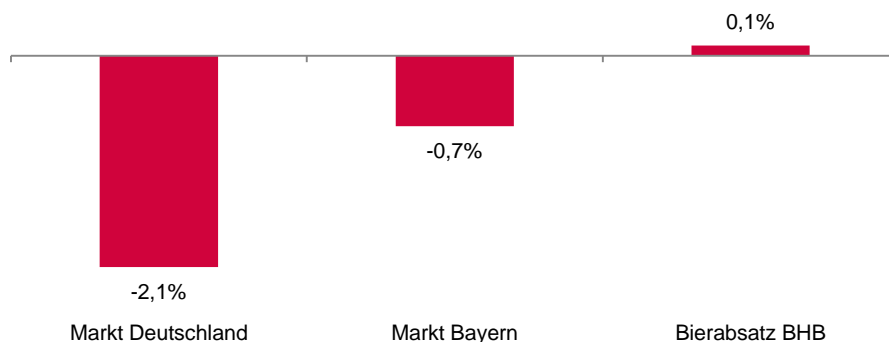
Quelle: BHB, GBC

Absatz- und Umsatzentwicklung

Deutschlandweit ging im 1. Halbjahr 2017 der Bierabsatz um 2,1% zurück. Hintergrund dieser Entwicklung ist hauptsächlich das äußerst dynamische Vorjahr, welches von der Fußball-EM und dem 500-jährige Jubiläum des Reinheitsgebotes als maßgebliche Absatztreiber profitierte. Diese Entwicklung vollzog sich in ähnlicher Form auch in Bayern mit einem Umsatzrückgang von 0,7% gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Insgesamt wurde in Bayern abermals am meisten Bier konsumiert, noch vor dem bevölkerungsreichsten Bundesland Nordrhein-Westfalen.

Im Vergleich zu dem rückläufigen Biermarkt konnte sich die BHB Brauholding mit einem Bierabsatzplus von 0,1% deutlich gegenüber dem Markt behaupten. Dies zeigt die sehr gute Marktpositionierung der Biermarken des Unternehmens. Gleichsam konnte das Unternehmen abermals das Absatzgebiet weiter ausbauen und das Kundennetz weiter verdichten. Insbesondere mit der Fußball-WM 2018 könnte nicht nur der deutsche Markt sondern auch die BHB Brauholding im kommenden Jahr deutlich profitieren.

Entwicklung des Bierabsatzes in Deutschland im 1. HJ 2017 (in % geg. VJ)



Quelle: Statistisches Bundesamt, BHB

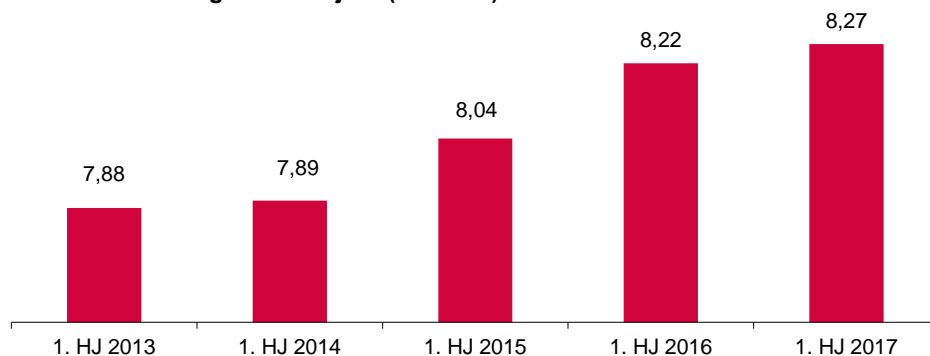
Umsatzentwicklung

Neben der leichten Steigerung des Bierabsatzes verblieb der Gesamt-Getränkeabsatz mit 105 thl (VJ: 105 thl) auf Vorjahresniveau. Dennoch konnte das Unternehmen die Brutto-Umsatzerlöse um 0,6% auf 8,27 Mio. € (VJ: 8,22 Mio. €) steigern.

Hintergrund des steigenden Brutto-Umsatzes war insbesondere die Durchsetzung leichter Preiserhöhungen, welche zu einem überproportionalen Umsatzbeitrag geführt haben. Die erfolgreichen Preiserhöhungen in einem schwierigen Marktumfeld zeigt abermals die starke Marktstellung der Produkte. Ein Grund hierfür ist vermutlich auch die sehr hohe Qualität der Produkte. So wurde mit einer Weißbier-Spezialität beim World Beer Award in London die Gold-Medaille in der Kategorie „Germany Bavarian Hefeweiss“ gewonnen.

Weiterhin wären noch deutlichere Umsatzsteigerungen möglich gewesen, sofern sich das Frühjahr wetterseitig noch positiver entwickelt hätte, da der Getränkekonsum insbesondere von warmen klimatischen Verhältnissen positiv beeinflusst werden kann. Dieser Effekt spiegelte sich im sehr heißen Juni wider, welcher deutliche Umsatz- und Erlösbeiträge für das 1. Halbjahr 2017 bedeutete.

Umsatzentwicklung zum Halbjahr (in Mio. €)



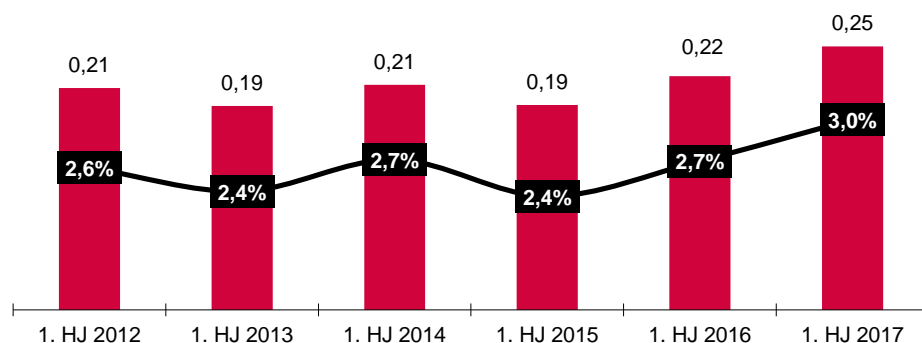
Quelle: BHB, GBC

Ergebnisentwicklung

Neben der Umsatzsteigerung konnte auch eine überproportionale Ergebnissteigerung erzielt werden. Das EBIT erhöhte sich um 12,8% auf 0,25 Mio. € (VJ: 0,22 Mio. €) und erreichte somit einen neuen Rekordwert. Gleichsam steigerte sich die EBIT-Marge von 2,7% im Vorjahr auf 3,0%. Somit wurde im 1. Halbjahr bereits das obere Ende der unternehmenseigenen Prognose von 2,8-3,0% EBIT-Marge erreicht.

So konnten durch die Preissteigerungen neben den höheren Umsatzerlösen auch maßgebliche Ergebnisverbesserungen erzielt werden. Darüber hinaus beweist das Unternehmen eine hohe Kostendisziplin mit einem sehr hohen Anteil an de facto Fixkosten. Hierdurch schlug sich die erhöhte Umsatzbasis bei einer unverändert guten Kostenrelation erhöhend auf das Ergebnis nieder.

EBIT- und EBIT-Margenentwicklung zum Halbjahr



Quelle: BHB, GBC

Insgesamt konnte somit auch der Konzernüberschuss zum 1. Halbjahr 2017 um 22,7% auf 0,14 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €) gesteigert werden. Dies ist besonders relevant, da die BHB Brauholding in der Vergangenheit stets eine Dividende von 0,06 € je Aktie gezahlt hat. Somit das das Unternehmen zum 1. Halbjahr 2017 gute Umsätze und Ergebnisse erwirtschaftet und liefert einen wichtigen Beitrag zur Gesamtjahresprognose.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse (brutto)	17,10	17,30	17,56
Umsatzerlöse (netto)	16,34	16,50	16,75
EBITDA	1,85	1,89	1,93
EBITDA-Marge	10,8%	10,9%	11,0%
EBIT	0,40	0,41	0,43
EBIT-Marge	2,3%	2,4%	2,5%
Konzernjahresüberschuss	0,21	0,26	0,27
EPS in €	0,07	0,08	0,09

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Im Rahmen der guten Zahlen des 1. Halbjahres 2017 bestätigte der Vorstand die unternehmenseigene Prognose mit einem Gesamtabsatz von rund 217 tHl und Brutto-Umsatzerlösen von 17,30 Mio. €. Entscheidend für die Entwicklung war auch der heiße Juni, welcher in Süddeutschland gute Rahmenbedingungen für einen hohen Getränkeabsatz geliefert hat. Zudem hatten die durchgeführten Preiserhöhungen keine negativen Effekte auf die Absatzentwicklung, da auch andere Getränkeproduzenten Preiserhöhungen durchgeführt haben.

Gleichsam führt die BHB Brauholding weiterhin eine Verdichtung des Vertriebsnetzes durch. Somit können höhere Zahlen an Abnehmern im Kernabsatzgebiet erreicht werden. Weiterhin soll auch der Export nach Italien und Polen weiter forciert werden und zusätzliche Umsatzerlöse generieren. Darüber hinaus soll das Handelsgeschäft ausgebaut werden und der Fokus auf margenstärkere Verträge gesetzt werden. Folglich kann auch im Handelsgeschäft mit einer Umsatz- und Ergebniserhöhung in den kommenden Jahren gerechnet werden.

Vor dem Hintergrund des guten ersten Halbjahres und der exzellenten Marktstellung des Unternehmens bestätigen wir unsere Prognosen von 17,30 Mio. € Umsatz im GJ 2017 bzw. 17,56 Mio. € im GJ 2018.

Ergebnisprognosen

Mit der bestätigten Umsatzprognose gehen wir auch weiterhin von einem EBIT in Höhe von 0,41 Mio. € für das GJ 2017 aus und erwarten 0,43 Mio. € im GJ 2018.

Unsere Annahmen basieren auf einer äußerst stabilen Fixkostenbasis des Unternehmens. Unseres Erachtens sollte es bei einer unangepassten Umsatzsituation auch zu keiner maßgeblichen Veränderung des Ergebnismilieus kommen. Dennoch gehen wir davon aus, dass mittelfristig eine EBIT-Marge von 3,0% dauerhaft erreicht werden kann. Dies sollte durch eine Umsatzausweitung durch die Verdichtung des Vertriebsnetzes sowie dem zusätzlichen Export möglich sein. Die hohe Fixkostenbasis ermöglicht auch deutliche Ergebnis-Skalierungseffekte bei steigenden Umsätzen.

Insgesamt sehen wir das Unternehmen sehr gut aufgestellt und gehen von sukzessiven Ergebnisverbesserungen aus. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir unverändert einen fairen Wert von 3,65 € je Aktie ermittelt und vergeben das Rating Kaufen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 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 11,5 % 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 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 1,25 %.**

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 6,2% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,2%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,2% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als **Kursziel 3,65 €**.

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	11,5%	ewige EBITA - Marge	3,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	17,30	17,56	17,83	18,10	18,38	18,67	18,95	19,25	
US Veränderung	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,59	2,60	2,61	2,62	2,65	2,67	2,70	2,73	
EBITDA	1,89	1,93	2,06	2,09	2,12	2,15	2,19	2,22	
EBITDA-Marge	10,9%	11,0%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	0,42	0,43	0,64	0,65	0,67	0,69	0,72	0,75	
EBITA-Marge	2,4%	2,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,14	-0,15	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	
	33,8%	33,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,28	0,29	0,45	0,46	0,47	0,49	0,50	0,52	
Kapitalrendite	3,7%	3,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,3%	6,5%	6,5%
Working Capital (WC)	1,06	1,02	0,98	1,00	1,01	1,03	1,04	1,06	
WC zu Umsatz	6,1%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC	-0,31	0,04	0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,69	6,75	6,83	6,90	6,95	6,99	7,02	7,05	
AFA auf OAV	-1,48	-1,50	-1,42	-1,44	-1,45	-1,46	-1,47	-1,47	
AFA zu OAV	22,0%	22,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
Investitionen in OAV	-1,54	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	7,75	7,77	7,81	7,89	7,96	8,02	8,06	8,11	
EBITDA	1,89	1,93	2,06	2,09	2,12	2,15	2,19	2,22	
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,15	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	
Investitionen gesamt	-1,86	-1,52	-1,46	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in OAV	-1,54	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,31	0,04	0,04	-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	-0,11	0,27	0,41	0,38	0,40	0,43	0,46	0,48	8,77

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,97	8,19
Barwert expliziter FCFs	2,20	2,07
Barwert des Continuing Value	5,77	6,12
Nettoschulden (Net debt)	-3,08	-3,14
Wert des Eigenkapitals	11,05	11,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,05	11,33
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,56	3,65

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	6,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,2%

Kapitalrendite	WACC				
	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%
6,0%	3,79	3,61	3,46	3,32	3,20
6,3%	3,91	3,72	3,56	3,41	3,29
6,5%	4,03	3,83	3,65	3,50	3,37
6,8%	4,14	3,93	3,75	3,59	3,46
7,0%	4,26	4,04	3,85	3,69	3,54

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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Straße 24, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. 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