



Researchstudie (Update)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Gesteigerte Umsatzqualität im 1. HJ 2015

-

2015 könnte bestes Geschäftsjahr seit 3 Jahren werden

Kursziel: 3,65 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG ^{*5a,11}

Rating: KAUFEN
Kursziel: 3,65

Aktueller Kurs: 2,77
 6.8.2015 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
 WKN: A1CRQD
 Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,1
 Marketcap³: 8,59
 Enterprise Value³: 8,85
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,1 %

Transparenzlevel:
 m:access

Marktsegment:
 Freiverkehr

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Analysten:

Felix Gode, CFA
 gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle
 hoelzle@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

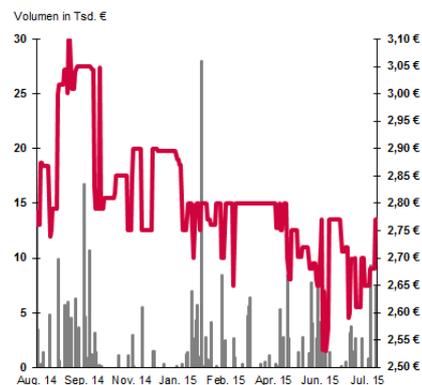
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 82

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	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	16,25	16,28	16,60	16,85
EBITDA	1,78	1,72	1,80	1,90
EBIT	0,34	0,33	0,40	0,50
Jahresüberschuss	0,26	0,01	0,25	0,32

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,09	0,00	0,08	0,10
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,55	0,54	0,53	0,52
EV/EBITDA	4,96	5,16	4,91	4,66
EV/EBIT	25,94	26,73	22,12	17,69
KGV	32,65	858,70	34,35	26,83
KBV		0,80		

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 12

** 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: 31.12.2014)	4
Konsolidierungskreis	4
Markenportfolio	4
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2015	5
Absatz- und Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Prognose und Modellannahmen	8
Umsatzprognosen	8
Ergebnisprognosen	8
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
DCF-Modell.....	10
Anhang	11

EXECUTIVE SUMMARY

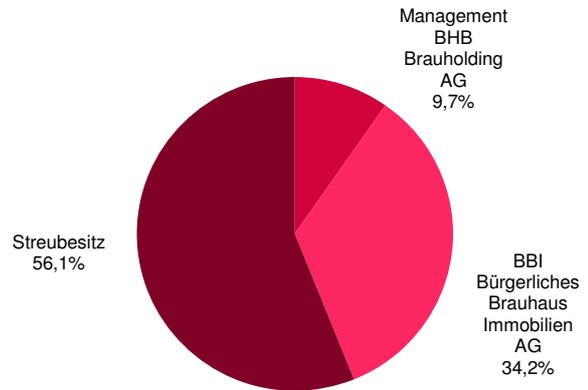
- Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG konnte im 1. HJ 2015 eine sehr überzeugende Absatzentwicklung aufweisen und entgegen dem Markttrend bei den eigenen Bieren eine Absatzsteigerung um knapp 1 % erreichen. Der Gesamtmarkt in Deutschland war hingegen in den ersten sechs Monaten 2015 um 2,1 % rückläufig.
- Aufgrund des vergleichsweise kühlen Wetters über das 1. HJ 2015 hinweg, war der Absatz von alkoholfreien Getränken etwas schwächer als im Vorjahr, weshalb die Gesamtabsatzmenge der Getränke leicht um 3.000 Hektoliter auf 102 Tausend Hektoliter rückläufig war.
- Dennoch konnte BHB eine Umsatzsteigerung um 1,9 % auf 8,04 Mio. € verzeichnen. Hintergrund dessen ist vor allem ein qualitativ besserer Umsatzmix, mit einem hohen Anteil an margenstarken Eigenbieren. Vor allem vor dem Hintergrund des recht schwachen Gesamtmarktes ist diese Entwicklung als sehr überzeugend einzuschätzen.
- Auch auf der Kostenseite wirkte sich der verbesserte Umsatzmix positiv aus. So stieg die Rohertragsmarge um 0,7 Prozentpunkte an. Auch die Kostenbasis blieb stabil, wenngleich bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen stichtagsbedingt ein höherer Wert als im Vorjahr zu verzeichnen war. Dieser Effekt sollte sich jedoch in der 2. Jahreshälfte wieder ausgleichen.
- Das EBIT lag in der Folge mit 0,19 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus von 0,21 Mio. €, was jedoch vor allem auf die stichtagsbezogen erhöhten sonstigen betrieblichen Aufwendungen zurückzuführen war. Im 2. HJ 2015 sollte damit ein stärkerer Ergebnisbeitrag zu erwarten sein.
- Umsatzseitig sollte im 2. HJ 2015 ebenfalls nochmals eine Verbesserung erreicht werden können. Der Juli war aufgrund der vielen warmen Tage der absatzstärkste Monat seit Jahren. Auch der August ist gut angelaufen. Unsere Umsatzerwartung von 16,60 Mio. € behalten wir daher unverändert bei.
- Bei den Ergebnissen erwarten wir im 2. HJ 2015 ebenfalls eine überproportionale Entwicklung, zumal die vorgezogenen Kosten im 1. HJ 2015 entsprechend entfallen werden. Daher bestätigen wir auch unsere Ergebnisprognosen und rechnen mit einem EBIT von unverändert 0,40 Mio. €. Die EBIT-Marge erwarten wir damit bei 2,5 %.
- **Sehr positiv ist die Umsatzqualität der BHB Brauholding AG im 1. HJ 2015 einzuschätzen. Im 2. HJ 2015 sollte sich dies auch auf die Ergebnisse positiv niederschlagen. Damit erwarten wir, dass 2015 das stärkste Geschäftsjahr seit drei Jahren wird. Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund halten wir die derzeitige Bewertung der Aktie von rund 20 % unter Buchwert nach wie vor für nicht gerechtfertigt. Unverändert sehen wir die Aktie bei 3,65 € als fair bewertet an. Das Rating KAUFEN bestätigen wir daher.**

UNTERNEHMEN

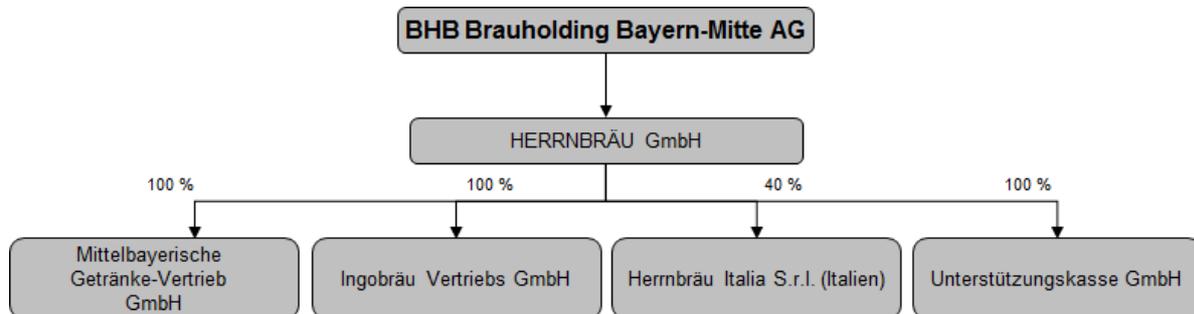
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2014)

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 2015

GuV (in Mio. €)	1.HJ 2014	Δ zum VJ	1.HJ 2015
Umsatzerlöse	7,89	+1,9 %	8,04
EBITDA	0,95	-4,4 %	0,91
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>12,0 %</i>	<i>-0,7 Pp.</i>	<i>11,3 %</i>
EBIT	0,21	-8,9 %	0,19
<i>EBIT-Marge</i>	<i>2,7 %</i>	<i>-0,3 Pp.</i>	<i>2,4 %</i>
Periodenergebnis	0,17	-14,4 %	0,14
EPS in €	0,05	-	0,05

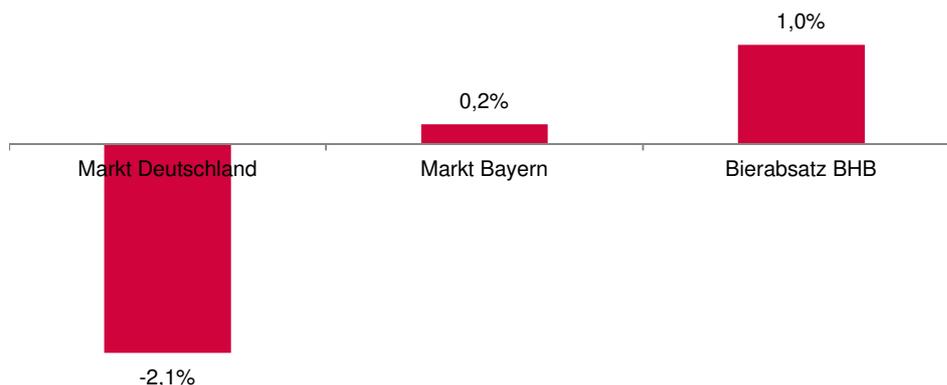
Quelle: BHB, GBC

Absatz- und Umsatzentwicklung

Im Vorjahr war der deutsche Biermarkt durch ein außergewöhnlich gutes Wetter in der ersten Jahreshälfte geprägt, welches einen zeitigen Beginn der Freiluftsaison ermöglichte. Dies wirkte sich förderlich auf den Bierabsatz aus. Auch die Fußball-WM machte sich in 2014 positiv bemerkbar. Ausgehend von diesen hohen Vorgaben haben die deutschen Brauereien im 1. HJ 2015 weniger Bier verkauft. Um 2,1 % war der Absatz der Brauereien in der ersten Jahreshälfte rückläufig. Dabei waren die Verluste im Inland besonders hoch, mit einem Minus von 2,7 %. Etwas aufgefangen werden konnte dies durch ein gutes Exportgeschäft. Hier konnte der Absatz in Länder außerhalb der EU um 11,2 % erhöht werden.

In Bayern war der Bierabsatz hingegen um 0,2 % steigend, was auf Grund der guten Vorgabe des Vorjahres eine gute Entwicklung ist. Noch besser zeigte sich die BHB Brauholding AG, welche den Bierabsatz (ohne alkoholfreie Getränke) sogar um rund 1 % steigern konnte. Damit hat die Brauerei einmal mehr Marktanteile hinzugewinnen können, was unseres Erachtens Ausdruck für die konsequente strategische Linie, als auch für die hohe Qualität der Biere ist.

Entwicklung des Bierabsatz in Deutschland im 1. HJ 2015 (in % geg. VJ)



Quelle: Statistisches Bundesamt, BHB

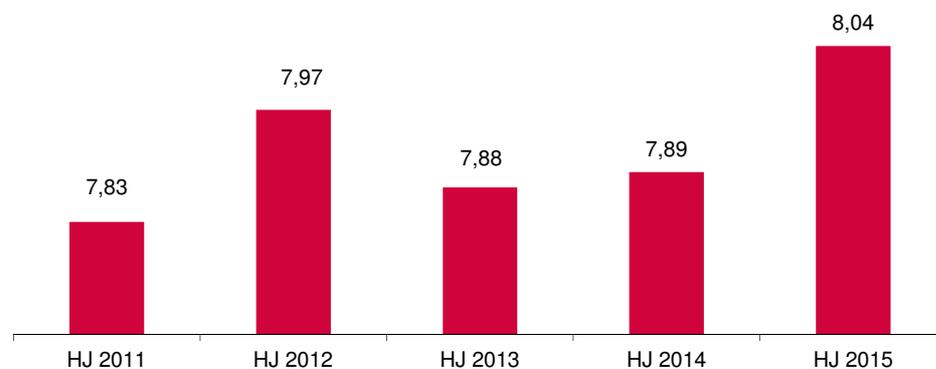
Der Gesamt-Getränke-Absatz, also inklusive alkoholfreier Getränke und dem Handelsgeschäft, war zwar leicht um 3.000 Hektoliter auf 102 Tausend Hektoliter rückläufig. Hierfür waren insbesondere weniger verkaufte alkoholfreie Getränke verantwortlich, was wiederum wetterbedingt zu sehen ist. Im Juli konnte dieser Rückstand aber aufgrund der sehr warmen Temperaturen wieder aufgeholt werden.

Zu bemerken ist auch, dass der Umsatzzuwachs erreicht wurde, obwohl die Pachterträge auch im 1. HJ 2015 planmäßig rückläufig waren. Im Zuge der Risikominimierung wurde im GJ 2014 die Zahl der gepachteten Gastronomieobjekte reduziert, womit die

Pachterträge zurückgingen. Dementsprechend wird deutlich, dass der Zuwachs im 1. HJ 2015 insbesondere aus dem Bereich der Eigenbiere stammt. Zudem wurden bei den Bieren Anfang 2015 Preiserhöhungen durchgesetzt, welche sich umsatzseitig positiv ausgewirkt haben. Absatzseitig hatten die Preiserhöhungen hingegen keinen negativen Effekt, wie die gute Absatzentwicklung im 1. HJ 2015 zeigt.

Insgesamt konnte die BHB Brauholding AG trotz des leichten Gesamtabsatzrückgangs im 1. HJ 2015 eine gute Umsatzsteigerung um 1,9 % auf 8,04 Mio. € erreichen. Damit wurde eine neue Höchstmarke beim Halbjahresumsatz erreicht. Diese Entwicklung schätzen wir als sehr zufriedenstellend ein, da sich auch die Umsatzqualität, mit einem erhöhten Anteil an margenstarkem Eigenbier, verbessert hat. Dies, aber auch die Preiserhöhungen, zeigen, dass sich die BHB Brauholding AG auch unter herausfordernden Marktbedingungen und in einem harten Wettbewerb gut behaupten kann. Dies werten wir als eine wesentliche Voraussetzung, um auch auf der Ergebnisseite perspektivisch weiter steigende Margenniveaus ausweisen zu können.

Umsatzentwicklung zum Halbjahr (in Mio. €)



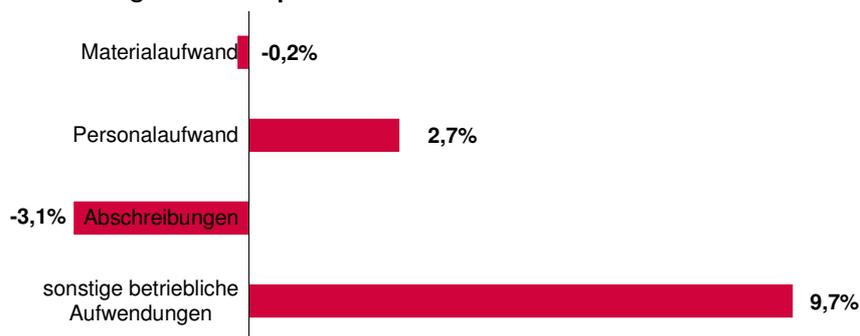
Quelle: BHB, GBC

Ergebnisentwicklung

Bedingt durch die höheren Umsatzerlöse und gleichzeitig stabilen Materialaufwendungen gegenüber dem Vorjahr, konnte der Rohertrag um 3,0 % verbessert werden. Bei den Materialaufwendungen machten sich der verbesserte Produktmix, aber auch die niedrigeren Pacht aufwendungen, bemerkbar.

Während bei den Personalaufwendungen eine leichte Steigerung zu beobachten war, war das Abschreibungsniveau weiter rückläufig. Auf Grund der dosierten Investitionen weisen die Abschreibungen nunmehr das dritte Jahr in Folge sinkende Werte auf. Als einzige Kostenpositionen wiesen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen eine merkliche Veränderung auf. Diese legten um 9,7 % auf 1,58 Mio. € zu. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass es sich um einen stichtagsbezogenen Effekt handelt, also um im normalen Geschäftsverlauf angefallene Kosten, die im 1. HJ 2015 bereits verbucht wurden. Demzufolge sollten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im 2. HJ 2015 wiederum entsprechend entlastet ausfallen. Strukturell haben sich demnach keine Veränderungen bei der Kostenstruktur ergeben.

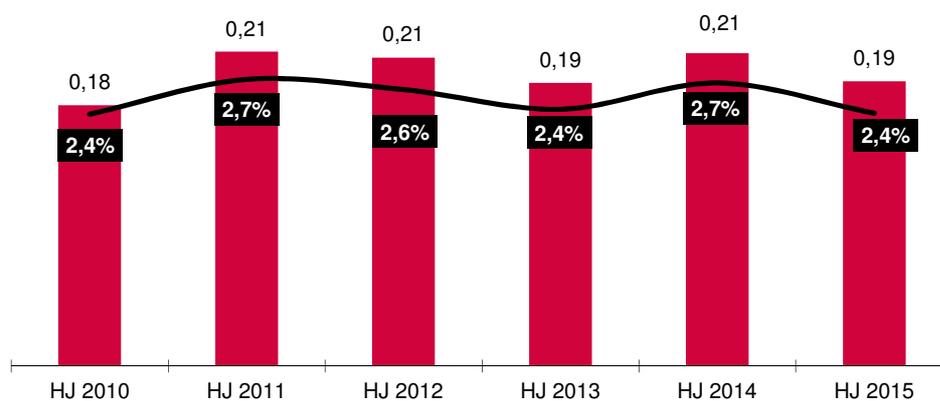
Entwicklung der Kostenpositionen



Quelle: BHB, GBC

Auf Grund der stichtagsbezogenen höheren sonstigen betrieblichen Aufwendungen lag das EBIT mit 0,19 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus, aber innerhalb der Schwankungsbreite der Halbjahre der vergangenen Geschäftsjahre. Auch die EBIT-Marge lag mit 2,4 % im Rahmen der Spanne der vergangenen Jahre. Im zweiten Halbjahr sollte sich der Buchungseffekt bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wieder ausgleichen, so dass die Kern-Rentabilität im 1. HJ 2015 tendenziell gesteigert wurde. Die gesteckten Ziele für das Gesamtjahr hat das Unternehmen daher auch weiterhin fest im Blick.

EBIT- und EBIT-Margen



Quelle: BHB, GBC

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	16,28	16,60	16,85
EBITDA	1,72	1,80	1,90
EBITDA-Marge	10,5 %	10,8 %	11,3 %
EBIT	0,33	0,40	0,50
EBIT-Marge	2,0 %	2,4 %	3,0 %
Konzernjahresüberschuss	0,01	0,25	0,32
EPS in €	0,00	0,08	0,10

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Nachdem der Gesamtgetränkeabsatz insgesamt im 1. HJ 2015 wetterbedingt etwas schwächer ausfiel, war im Juli ein klares Anziehen des Absatzes zu verzeichnen. Gemäß Unternehmensangaben war der Juli 2015 der absatzstärkste Monat seit Jahren, was auf die anhaltend warmen Temperaturen zurückzuführen war. Auch der August ist vor dem Hintergrund des guten Wetters gut angelaufen.

Positiv sollte sich für die BHB Brauholding AG auch der Aufstieg des FC Ingolstadt in die erste Fußball Bundesliga auswirken. BHB (Herrnbräu) ist seit jeher Sponsor des Vereins und für die Lieferung von Getränken für die Heimspiele verantwortlich. Die zu erwartende erhöhte Besucherzahl im Rahmen von Erstligaspielen sollte sich positiv auf die Umsatzentwicklung auswirken.

Auf Grund der guten Umsatzentwicklung im 1.HJ 2015, aber auch auf Grund des guten Starts in die zweite Jahreshälfte, belassen wir unsere bisherigen Schätzungen unverändert. Damit erwarten wir für das GJ 2015 weiterhin Umsatzerlöse in Höhe von 16,60 Mio. €, was einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr von 2,0 % entspricht. Auch für das GJ 2016 erwarten wir dann weitere Zuwächse um 1,5 % auf dann 16,85 Mio. €.

Diese Umsatzerwartung ist nach wie vor organischer Natur. Unverändert hält sich das Unternehmen die Option offen, das Wachstum auch anorganisch voranzutreiben, sollten sich entsprechend Möglichkeiten ergeben, die das strategische Konzept der Brauerei abrunden und sich in einem tragbaren finanziellen Rahmen bewegen.

Ergebnisprognosen

Auch bei den Ergebnisprognosen halten wir an unseren bisherigen Schätzungen fest. So erwarten wir unverändert ein EBIT in Höhe von 0,40 Mio. € für das GJ 2015. Neben der erwartungsgemäß guten Umsatzentwicklung sollten auch die sich ausgleichenden sonstigen betrieblichen Aufwendungen im 2. HJ 2015 ergebniserhöhend wirken. Zudem sollten die weiter sinkenden Abschreibungen einen das EBIT erhöhenden Effekt ausüben. Die EBIT-Marge erwarten wir in diesem Zusammenhang auf 2,4 % ansteigend.

Unter dem Stich rechnen wir für das GJ 2015 mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,25 Mio. €, was einer erheblichen Verbesserung gegenüber dem Vorjahr gleichkommt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Ergebnis des Vorjahres durch die Bildung von passiven latenten Steuern in Höhe von 0,30 Mio. € einmalig belastet war. Dieser Effekt ist in 2015 nicht erneut zu erwarten.

Mit dem daraus resultierenden Ergebnis pro Aktie von 0,08 € pro Aktie kann die BHB Brauholding AG ihre bisherige Dividendenpolitik weiterverfolgen, so dass auch für 2015 mit einer Ausschüttung in Höhe von 0,06 € pro Aktie zu rechnen ist.

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 2022 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen (mit einer Untergrenze von 2,0%) für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

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 1,25 % (bisher: 1,00 %).**

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 6,65 % (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 6,65 % (bisher: 6,40 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,65 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 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	23,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	7,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	16,60	16,85	17,10	17,36	17,62	17,88	18,15	18,43		
US Veränderung	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,78	2,79	2,78	2,78	2,79	2,81	2,84	2,87		
EBITDA	1,82	1,92	2,14	2,17	2,20	2,24	2,27	2,30		
EBITDA-Marge	11,0%	11,4%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%		
EBITA	0,42	0,52	0,75	0,75	0,77	0,79	0,81	0,83		
EBITA-Marge	2,5%	3,1%	4,4%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%		4,5%
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,18	-0,25	-0,25	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27		
zu EBITA	34,6%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%		33,0%
EBI (NOPLAT)	0,27	0,34	0,50	0,50	0,51	0,53	0,54	0,56		
Kapitalrendite	3,8%	4,7%	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	7,0%	7,1%		7,1%
Working Capital (WC)	1,31	1,32	1,34	1,36	1,38	1,40	1,42	1,45		
WC zu Umsatz	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%		
Investitionen in WC	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,98	6,05	6,16	6,24	6,31	6,36	6,39	6,42		
AFA auf OAV	-1,40	-1,40	-1,39	-1,42	-1,44	-1,45	-1,46	-1,47		
AFA zu OAV	23,4%	23,1%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%		
Investitionen in OAV	-1,45	-1,48	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50		
Investiertes Kapital	7,28	7,37	7,50	7,60	7,69	7,76	7,82	7,87		
EBITDA	1,82	1,92	2,14	2,17	2,20	2,24	2,27	2,30		
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,18	-0,25	-0,25	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27		
Investitionen gesamt	-1,44	-1,49	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52		
Investitionen in OAV	-1,45	-1,48	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50		
Investitionen in WC	0,00	-0,01	-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	0,23	0,25	0,37	0,40	0,43	0,46	0,48	0,51		8,53

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,64	7,90
Barwert expliziter FCFs	2,21	2,10
Barwert des Continuing Value	5,44	5,80
Nettoschulden (Net debt)	-3,38	-3,41
Wert des Eigenkapitals	11,03	11,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,03	11,31
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	0,98
Eigenkapitalkosten	6,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,7%

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%
6,6%	3,77	3,62	3,50	3,38	3,28
6,9%	3,85	3,70	3,57	3,45	3,35
7,1%	3,94	3,79	3,65	3,52	3,41
7,4%	4,03	3,87	3,72	3,60	3,48
7,6%	4,12	3,95	3,80	3,67	3,55

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
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



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