



Researchstudie (Anno)



Deutliche Margensteigerung in 2010

+++

Weiteres Wachstum in 2011 und 2012

+++

Aktie notiert deutlich unter Buchwert

Rating: KAUFEN

Fairer Wert: 3,65 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite III

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG ^{*5}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 3,65

aktueller Kurs: 2,50

12.4.2011 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,100

Marketcap³: 7,75

EnterpriseValue³: 3,60

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 51,6 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Bier- und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 80 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1882

Firmensitz: Ingolstadt

Vorstand: Franz Katzenbogen,
Gerhard Bonschab



Die geschäftlichen Aktivitäten der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (im Folgenden BHB Brauholding AG) erstrecken sich derzeit auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH & Co. KG, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH & Co. KG liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere in Bayern bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH & Co. KG 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 & Co. KG 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 Tre Effe S.R.L. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH & Co. KG zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	15,46	15,13	15,40	15,55
EBITDA	1,75	1,96	2,00	2,00
EBIT	0,26	0,42	0,45	0,48
Jahresüberschuss	0,07	0,02	0,31	0,32

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,07	0,00	0,10	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,08	0,08
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,2%	3,2%

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,53	0,24	0,23	0,23
EV/EBITDA	4,67	1,84	1,80	1,80
EV/EBIT	31,36	8,56	8,00	7,58
KGV	104,73	516,67	25,00	24,22
KBV		0,75		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

08.08.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

7.12.2010: RG / 3,80 / KAUFEN

5.11.2010: RS / 3,80 / KAUFEN

6.9.2010: RG / 3,65 / KAUFEN

12.7.2010: RS / 3,65 / KAUFEN

23.6.2010: RS / 3,65 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Auaubura angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Unternehmensstruktur.....	1
Aktionärsstruktur.....	1
Markenportfolio.....	1

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	2
----------------------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung und Ergebnisqualität.....	5
Bilanzielle und finanzielle Entwicklung.....	6
SWOT-Analyse BHB Brauholding Bayern-Mitte AG.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8
Umsatzprognosen.....	8
Ergebnisprognosen.....	9

Bewertung/Fazit

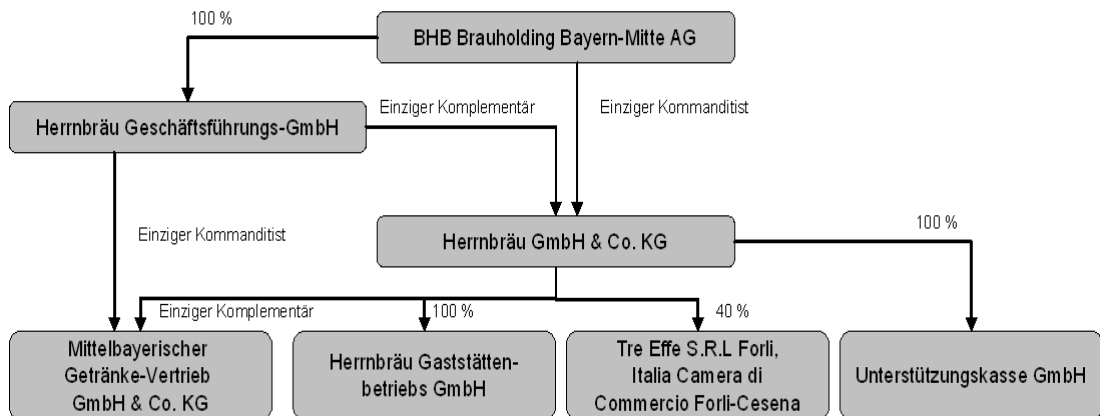
DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Modellergebnis.....	10
Discounted Cashflow-Modell.....	11
Fazit	12

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

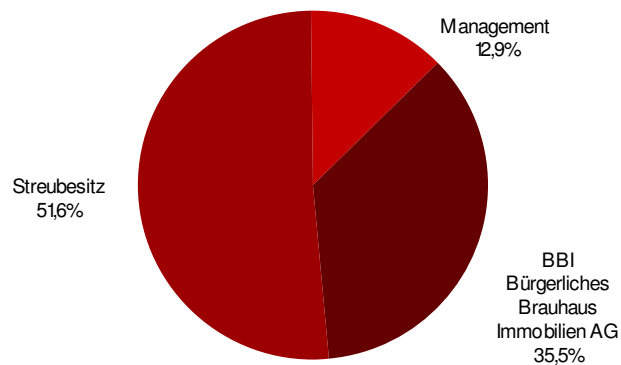
Unternehmensstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Aktionärsstruktur

Aktionärstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

Markenportfolio



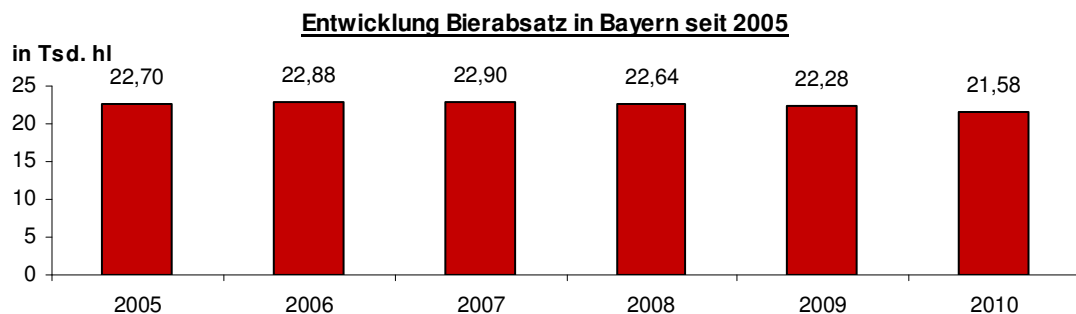
Quelle: BHB Brauholding AG

Markt und Marktumfeld

Der deutsche Biermarkt ist seit mehreren Jahren rückläufig. Mit einem Rückgang um 1,7 % auf 98,30 Tausend Hektoliter (hl) wurden im Jahr 2010 das vierte Jahr in Folge rückläufige Absatzvolumina registriert. Jedoch ist zu betonen, dass der Rückgang im Vergleich zum Vorjahr niedriger ausgefallen ist. In 2009 wurde noch ein stärkerer Rückgang um 2,8 % festgestellt. Seit dem Jahr 2005 beträgt der kumulierte Rückgang 6,7 %.

Die Gründe für die rückläufige Absatzentwicklung sind dabei vielfältig. Zum einen führt die demografische Entwicklung zu einem höheren Anteil älterer Menschen. Da junge Menschen tendenziell weniger Bier konsumieren, liegt hier eine Hauptursache. Das wachsende Angebot an alkoholischen Mischgetränken, sogenannten Alkopops, erfreut sich in den vergangenen Jahren ebenfalls steigender Beliebtheit zu Lasten von Bier, insbesondere bei jungen Menschen. Aber auch das regulatorische Umfeld verschärft sich zunehmend. So wirkt sich beispielsweise das Rauchverbot in Gastbetrieben aus. Dies gilt insbesondere für Bayern, wo das schärfste Nichtrauchergesetz Deutschlands gilt.

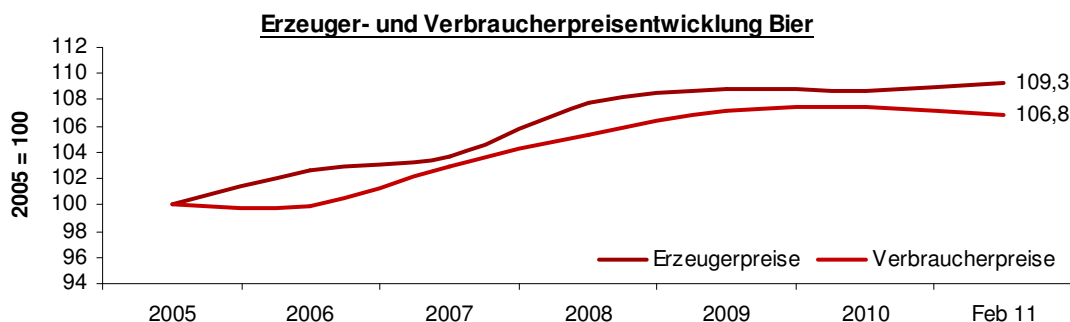
Während der Rückgang beim Bierkonsum in Bayern in den vergangenen Jahren stets unterproportional zu Gesamtdeutschland verlief, wirkte sich die Einführung des strikten Rauchverbots in 2010 stark aus, so dass ein überproportionaler Rückgang des Bierabsatzes um 3,2 % auf 21,58 Tausend hl zu verzeichnen war.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Ein weiterer wichtiger Marktfaktor sind die Preisentwicklungen. In den vergangenen Jahren waren die Erzeugerpreise stetig aufwärts gerichtet und lagen im Februar 2011 um 9,3 % oberhalb des Niveaus von 2005. Eine wesentliche Komponente dabei sind z.B. die Malzpreise, welche innerhalb von 12 Monaten um 13,1 % zulegten (Feb.10 - Feb.11). Aber auch die gestiegenen Energiepreise machen sich bemerkbar.

Auf Grund der stetig sinkenden Nachfrage für Bier und der starken Fragmentierung des Anbietermarktes, können die Erzeugerpreissteigerungen nur unterproportional an die Kunden weitergegeben werden. Im bisherigen Jahresverlauf 2011 wurden sogar leicht sinkende Verbraucherpreise beobachtet, so dass sich die Preisschere zwischen Erzeuger- und Absatzpreisen weiter öffnete. Dies dürfte auch in den kommenden Jahren dazu führen, dass der bereits heute stattfindende Konsolidierungsdruck anhalten wird. Profiteur hiervon könnte die BHB Brauholding AG sein. Nach der Übernahme der Vertriebs- und Markenrechte der Leitner Bräu im Jahr 2010 will das Unternehmen auch in den kommenden Jahren als aktiver Konsolidierer am Markt auftreten und weitere Marken übernehmen.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011e	in %	GJ 2012e	in %
Umsatzerlöse	15,463	100,0%	15,129	100,0%	15,400	100,0%	15,554	100,0%
Bestandsveränderung	0,018	0,1%	-0,028	-0,2%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,147	1,0%	0,137	0,9%	0,125	0,8%	0,125	0,8%
Materialaufwand	-5,405	-35,0%	-5,265	-34,8%	-5,390	-35,0%	-5,428	-34,9%
Rohergebnis	10,223	66,1%	9,973	65,9%	10,135	65,8%	10,251	65,9%
Personalaufwand	-4,496	-29,1%	-4,396	-29,1%	-4,425	-28,7%	-4,475	-28,8%
Abschreibungen	-1,493	-9,7%	-1,538	-10,2%	-1,550	-10,1%	-1,525	-9,8%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,087	-20,0%	-2,854	-18,9%	-2,863	-18,6%	-2,920	-18,8%
Betriebsergebnis	1,147	7,4%	1,185	7,8%	1,297	8,4%	1,331	8,6%
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,092	0,6%	0,098	0,6%	0,100	0,6%	0,100	0,6%
Zinserträge	0,010	0,1%	0,035	0,2%	0,050	0,3%	0,040	0,3%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,106	-0,7%	-0,025	-0,2%	-0,100	-0,6%	-0,100	-0,6%
Zinsaufwendungen	-0,182	-1,2%	-0,137	-0,9%	-0,125	-0,8%	-0,115	-0,7%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,961	6,2%	1,156	7,6%	1,222	7,9%	1,256	8,1%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,015	-0,1%	-0,062	-0,4%	-0,065	-0,4%	-0,080	-0,5%
Sonstige Steuern	-0,872	-5,6%	-0,837	-5,5%	-0,847	-5,5%	-0,855	-5,5%
Jahresüberschuss vor Kosten der Kapitalerhöhung	0,074	0,5%	0,257	0,1%	0,310	2,0%	0,320	2,1%
Kosten Kapitalerhöhung	0,000	0,0%	-0,242	-1,6%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Jahresüberschuss	0,074	0,5%	0,015	0,1%	0,310	2,0%	0,320	2,1%
EBITDA	1,75		1,96		2,00		2,00	
in % vom Umsatz	11,3 %		13,0 %		13,0 %		12,9 %	
EBIT	0,26		0,42		0,45		0,48	
in % vom Umsatz	1,7 %		2,8 %		2,9 %		3,1 %	
Aktienanzahl in Mio. Stück	1,100		3,100		3,100		3,100	
Ergebnis je Aktie in €	0,07		0,00		0,10		0,10	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,00		0,08		0,08	

Geschäftsentwicklung 2010 - EBIT-Marge mit großem Sprung nach oben

In Mio. €	2008	2009	2010	Delta 2009/2010
Umsatzerlöse	15,55	15,46	15,13	-2,2 %
EBITDA	1,77	1,75	1,96	+11,7 %
EBITDA-Marge	11,4 %	11,3 %	13,0 %	+0,7 Pp.
EBIT	0,30	0,26	0,42	+61,3 %
EBIT-Marge	2,0 %	1,7 %	2,8 %	+1,1 Pp.
Jahresüberschuss	0,04	0,07	0,26*	+247,3 %

Quelle: BHB Brauholding AG, GBC; * vor Kosten für den Börsengang in Höhe von 0,24 Mio. €

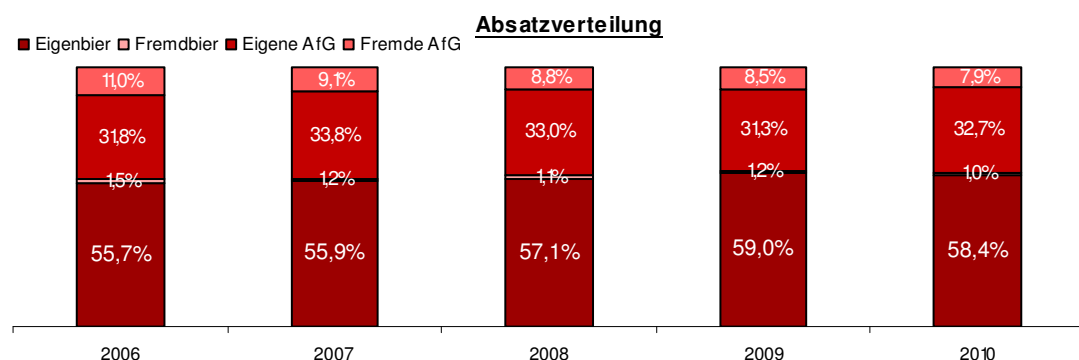
Hinweis: Das operative Geschäft wurde in den vergangenen Geschäftsjahren ausschließlich von der Herrnbräu GmbH & Co. KG erbracht. Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG wurde erst im Oktober 2009 gegründet. Die nachfolgende Betrachtung bezieht sich daher für das Geschäftsjahr 2008 nur auf die Herrnbräu GmbH & Co. KG. Für die Geschäftsjahre 2009 und 2010 ist hingegen die konsolidierte Betrachtung der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG maßgeblich, wobei für das Geschäftsjahr 2009 eine fiktive Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung erstellt wurde.

Umsatzentwicklung - leichter Rückgang in 2010 - Auslandsanteil wächst um 1,4 %

Während die Absatzentwicklung der BHB Brauholding AG beim Eigenbier in den Jahren 2008 und 2009 entgegen der allgemeinen Marktentwicklung aufwärtsgerichtet war, konnte sich das Unternehmen in 2010 nicht dem allgemeinen Markttrend entziehen. Mit einem Absatzrückgang beim Eigenbier in Höhe von 1,7 % wurde jedoch ein deutlich unterproportionaler Rückgang im Vergleich zum gesamten bayerischen Biermarkt erzielt.

Deutlich überkompensiert konnte der Rückgang beim Eigenbier jedoch auch durch den Anstieg des Absatzes von alkoholfreien Getränken werden (+3,4 %), was insbesondere in Zusammenhang mit der turnusmäßigen Belieferung von Großkunden zu sehen ist. Insgesamt war der Getränkeabsatz im GJ 2010 um -0,8 % leicht rückläufig.

Mit einem Anteil von 91,1 % wurde der Anteil an eigenen Getränken am Umsatz weiter gesteigert (2009: 90,3 %). Der Umsatzmix wurde also nochmals zu Gunsten der eigenen Marken verbessert. Dieser Tendenz liegt eine strategische Entscheidung zu Grunde, da der Absatz der eigenen Produkte einen höheren Margenbeitrag leistet als das Handelsgeschäft mit fremden Marken. Seit dem Jahr 2006 hat sich der Umsatzanteil der eigenen Getränke merklich um 3,6 Prozentpunkte erhöht, wobei insbesondere der Eigenbieranteil deutlich von 55,7 % auf 58,4 % gestiegen ist.



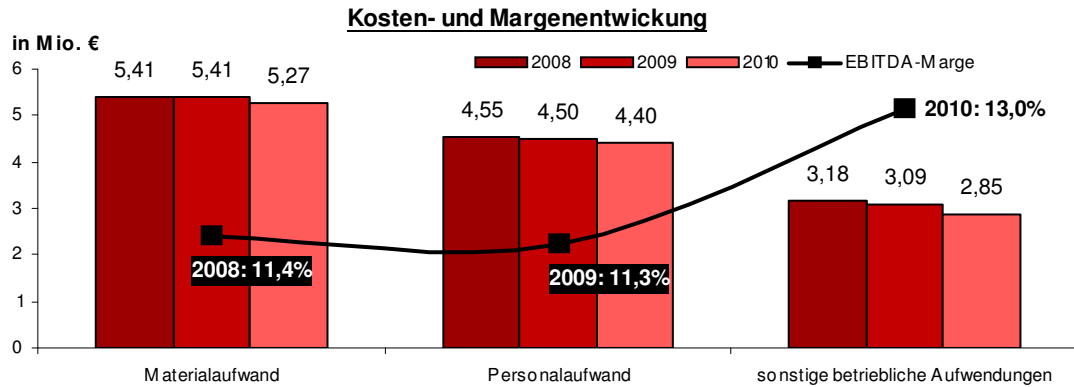
Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Insbesondere auf Grund des insgesamt leichten Absatzrückgangs und des anhaltenden Preisdrucks am Markt wurde im GJ 2010 ein leichter Rückgang beim Getränkeumsatz um 2,1 % verbucht. Unter Einbeziehung der Pachterträge und der sonstigen Erlöse (Leergut, Werbeartikel, Fuhrleistungen etc.) wurden insgesamt 15,13 Mio. € umgesetzt, 2,2 % weniger als im Vorjahr.

Positiv hervorzuheben ist die Entwicklung des Auslandsabsatzes. Dieser konnte auch in 2010 weiter um 1,4 % verbessert werden. Insbesondere Italien war mit einem Zuwachs um 6,3 % besonders stark. Der Auslandsmarkt stellt damit insgesamt einen immer wichtigeren Wachstumsfaktor für die BHB Brauholding AG dar.

Ergebnisentwicklung - Kostensenkungen überkompensieren Umsatzrückgang

Um den Preisrückgängen auf dem deutschen Biermarkt entgegenzuwirken, wurde der Eigenbieranteil in den vergangenen Jahren sukzessive erhöht. Die eigenen Marken steuern einen höheren Margenanteil bei, als das Handelsgeschäft mit Fremdmarken. Dies wirkte im gleichen Zuge den Preissteigerungen bei Einsatzwaren, wie Hopfen, Malz oder Energie, entgegen. So konnte der Druck auf die Rohertragsmarge reduziert und die Kostensteigerungen bei den Einkaufspreisen abgefedert werden. Als Resultat konnte der Materialaufwand mit 34,8 % gegenüber dem Vorjahr sogar gesenkt werden (2009: 35,0 %).

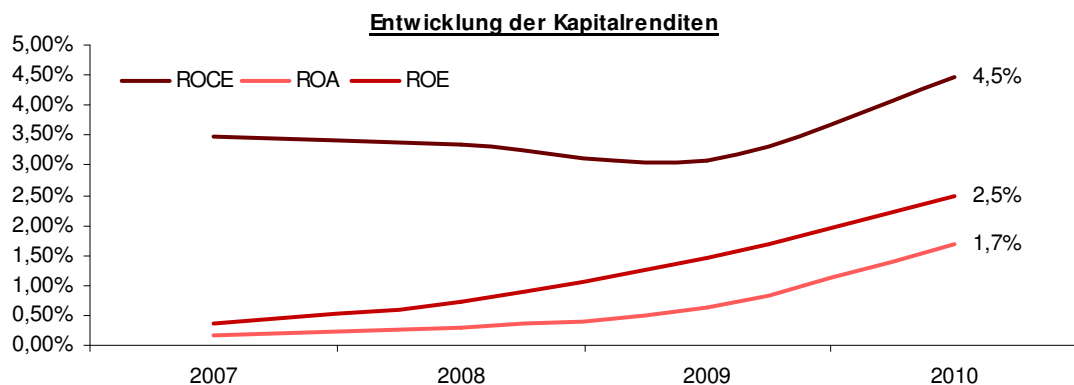


Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Aber auch bei den weiteren Kostenpositionen wurde der in den Vorjahren eingeschlagene Trend zur Effizienzsteigerung fortgesetzt. Sowohl beim Personalaufwand, als auch den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind in 2010 nochmals Kostensenkungen erreicht worden. Dass dem Umsatzrückgang so wirksam entgegengewirkt wurde, zeigt die Entwicklung des EBITDA. Dieses konnte nicht nur absolut gesehen um 11,7 % auf nunmehr 1,96 Mio. € steigen, sondern auch relativ im Verhältnis zum Umsatz (EBITDA-Marge) von 11,3 % auf 13,0 % steigen.

Während sich bei den Abschreibungen mit 1,54 Mio. € kaum Veränderungen gegenüber 2009 ergaben (2009: 1,49 Mio. €), verbesserte sich das Zinsergebnis insbesondere im Zuge des Börsengangs von -0,28 Mio. € auf -0,13 Mio. €, da die Verwendung des Emissionserlöses unter anderem auch zur Tilgung von Krediten genutzt wurde. Entsprechend fiel die Verbesserung des EBIT mit 61,3 % auf 0,42 Mio. € noch deutlich überproportionaler aus. Schließlich wurde als Folge der klaren Kostensenkungen ein Jahresüberschuss vor IPO-Kosten in Höhe von 0,26 Mio. € erzielt, rund 250 % mehr als im Vorjahr. Aber auch nach Abzug der IPO-Kosten (0,24 Mio. €) wurde ein positives Ergebnis von 0,02 Mio. € erreicht.

Die signifikanten Ergebnisverbesserungen führten zu einer klaren Steigerung der Rentabilität des Unternehmens. Dies drückte sich nicht nur in steigenden Ergebnismargen aus, sondern auch in einer Verbesserung der Kapitalrenditen. So konnte bei der Rendite auf das eingesetzte Kapital eine Steigerung auf 4,5 % erreicht werden, nach 3,1 % im Vorjahr. Aber auch die Eigenkapitalrendite (ROE) und Gesamtkapitalrendite (ROA) legten gegenüber den Vorjahren trotz einer deutlich erhöhten Kapitalbasis zu. Dies zeigt auf, dass sich die ergriffenen Maßnahmen auch in einer Verbesserung der Ergebnisqualität niederschlugen.



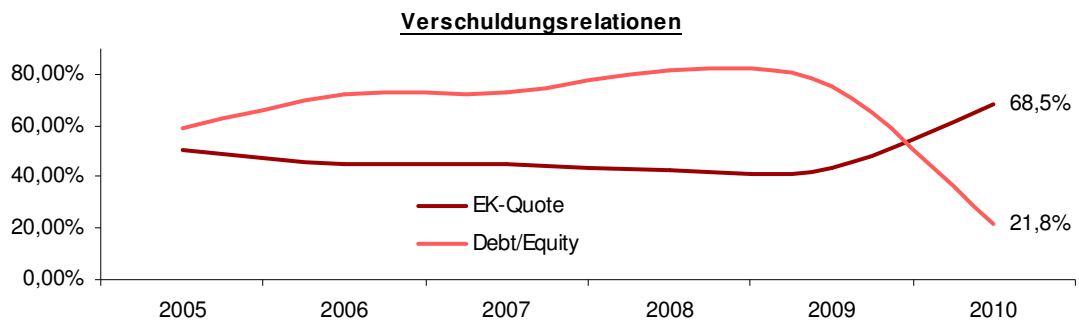
Quelle: Berechnung GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation - durch IPO EK-Basis merklich gestärkt

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €)	Bilanzstichtag: 31.12.2008	Bilanzstichtag: 31.12.2009	Bilanzstichtag 31.12.2010
Operatives Anlagevermögen	4,99	4,87	5,12
Working Capital	0,86	0,60	1,08
Nettofinanzvermögen*	-4,01	-3,44	0,96
Zinsbare Verbindlichkeiten	4,10	3,79	2,25
Finanzvermögen*	0,26	0,19	2,95
Eigenkapitalquote in %	43,5 %	47,0 %	68,5 %
Gezeichnetes Kapital	1,10	1,50	3,10
Aktienanzahl	1,10	1,50	3,10

Quelle: Berechnungen GBC; * ohne Finanzanlagen des Anlagevermögens

Im Zuge des Börsengangs im Juli 2010 konnte die BHB Brauholding AG einen Emissionserlös in Höhe von 4,48 Mio. € einwerben. Wie im Vorfeld des Börsengangs angekündigt, wurden diese Mittel entsprechend verwendet. Zum Einen wurde die Bankverschuldung abgebaut und zum Anderen das anorganische Wachstum forciert. So wurde bereits kurze Zeit nach dem Börsengang die Übernahme der Vertriebs- und Markenrechte der Leitner Bräu GmbH & Co. KG verkündet, womit das Unternehmen sein Produktportfolio um eine weitere regional stark positionierte Marke erweitert hat. Im Zuge dessen erhöhte sich das operative Anlagevermögen von 4,79 Mio. € auf nunmehr 5,12 Mio. €.



Quelle: Berechnung GBC

Daneben wurden 1,54 Mio. € dafür aufgewendet, um Bankkredite zurückzuführen. Die derzeit noch verbleibenden 2,25 Mio. € Darlehensverbindlichkeiten setzen sich zu 2,18 Mio. € aus weitergereichten Darlehensverbindlichkeiten einer Tochtergesellschaft an die VIB Vermögen AG zusammen. Dieser Position steht entsprechend eine Forderung in gleicher Höhe auf der Aktivseite gegenüber. Zudem wurde der VIB Vermögen AG 0,60 Mio. € als Festgeld weitergereicht. Der Betrag wird derzeit von der BHB Brauholding AG nicht benötigt und wird daher entsprechend angelegt. Insgesamt bestehen damit faktisch keine Bankverbindlichkeiten mehr, sondern vielmehr eine Nettocashposition in Höhe von 0,96 Mio. €.

Das bilanzielle Bild hat sich im Zuge des vollzogenen Börsengangs signifikant verbessert. Die Eigenkapitalquote kletterte auf einen Wert von 68,5 %. Gleichzeitig senkte sich das Verhältnis von zinsbaren Verbindlichkeiten zum Eigenkapital von einem durchschnittlichen Wert der vergangenen fünf Jahre von über 70 % auf nunmehr nur noch 21,8 %.

Eine differenzierte Betrachtung muss beim operativen Cashflow getätigt werden. Dieser wurde im GJ 2010 mit -2,00 Mio. € ausgewiesen. Während die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie Vorräte gegenüber dem Vorjahreswert nahezu unverändert blieben, senkte vor allem die Weiterreichung der Darlehensverbindlichkeiten in Höhe von 2,18 Mio. € an die VIB Vermögen AG sowie die Festgeldanlage bei der VIB Vermögen AG über 0,60 Mio. € und die damit verbundenen Forderungsverbuchungen den operativen Cashflow. Auch die Kosten des Börsengangs belasteten den operativen Cashflow entsprechend. Bereinigt um diese drei Effekte wäre der operative Cashflow bei 1,02 Mio. € und damit deutlich oberhalb des EBIT gelegen.

SWOT - ANALYSE BHB Brauholding Bayern-Mitte AG

Stärken

- Stabile Umsatz- und Ergebnissituation in den vergangenen Geschäftsjahren.
- Solide Eigenkapitalausstattung mit einer Eigenkapitalquote von 68,5 %.
- Gleichgerichtete Interessen des Vorstandes durch maßgebliche Beteiligung am Unternehmen.
- Börsengang ermöglicht anorganisches Wachstum.
- Hohe regionale Markenbekanntheit der Kernmarke „Herrnbräu“.
- Nachhaltigkeit besonders im Fokus, sowohl ökonomisch, ethisch und sozial (Schaffung von Ausbildungsplätzen, Jugendförderung, soziales Engagement etc.)

Schwächen

- Abhängigkeit von wenigen Lieferanten im Bereich der Rohstoffe/Vorprodukte.
- Gewisse Abhängigkeit von Großkunden, da ca. 1/5 der Umsatzerlöse mit den 10 größten Kunden erzielt werden.
- Derzeit überwiegend nur regionaler Absatz der Produkte.
- Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen an Kunden auf Grund des harten Wettbewerbs kaum möglich.

Chancen

- Der Standort Ingolstadt ist eine der wachstumsstärksten Regionen Bayerns und birgt damit weiteres positives Entwicklungspotenzial.
- Die italienische Tochtergesellschaft soll ausgebaut werden, was das Exportgeschäft und damit das Umsatzwachstum weiter beleben könnte.
- BHB Brauholding AG könnte eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt einnehmen und damit anorganisches Wachstum erzeugen.
- Die Konzentration soll zukünftig auf die höhermargigen Eigenprodukte gelegt werden, was die Profitabilität des Unternehmens stärken sollte.

Risiken

- Der Absatz von Bier ist in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Ein Anhalten oder eine Verstärkung dieses Trends könnte zu einem Nachfragerückgang nach den Produkten der BHB Brauholding AG führen.
- Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzzrückgängen führen.
- Die Profitabilität der BHB Brauholding AG ist maßgeblich von der Preisentwicklung von Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz oder Energie abhängig. Eine Preiszunahme könnte sich entsprechend ergebnismindernd auswirken.
- Eine Verschärfung der Gesetzeslage z.B. in Bezug auf das Rauchverbot, die Promillegrenze oder Werbebeschränkungen könnte den Absatz der BHB Brauholding AG verringern.

Prognose und Modellannahmen - Effizienz steigt weiter - Dividende für 2011 geplant

In Mio. €	2010a	2011e (alt)	2011e (neu)	2012e
Umsatz	15,13	15,90	15,40	15,55
EBITDA (Marge)	1,96 (13,0 %)	1,90 (12,0 %)	2,00 (13,0 %)	2,00 (12,9 %)
EBIT (Marge)	0,42 (2,8 %)	0,40 (2,5 %)	0,45 (2,9 %)	0,48 (3,1 %)
Konzernergebnis	0,26*	0,36	0,31	0,32

Quelle: Berechnungen GBC; * vor IPO-Kosten in Höhe von 0,24 Mio. €

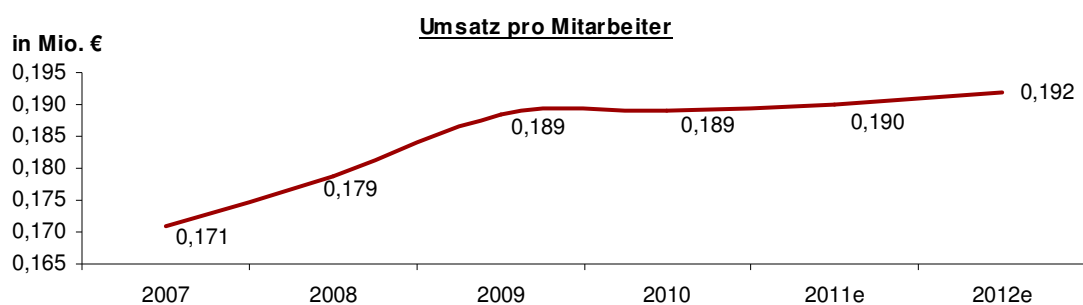
Umsatzprognosen - guter Start ins GJ 2011 - deutliche Steigerung in 2011 erwartet

In den ersten beiden Monaten des neuen Jahres entwickelte sich der Biermarkt positiv. So konnte im Januar und Februar 2011 ein Absatzplus in Höhe von 3,0 % verzeichnet werden. Dies lässt darauf hoffen, dass der Biermarkt im Jahr 2011 erstmalig seit mehreren Jahren wieder aufwärtsgerichtet sein wird. Eine besondere Dynamik ging dabei auch vom Export aus, der im Februar um 13,6 % zulegte. Negative Auswirkungen auf den Biermarkt könnten auf der anderen Seite weitere regulatorische Eingriffe wie das nächtliche Verkaufsverbot für alkoholische Getränke an Tankstellen haben, so wie es in Baden-Württemberg bereits der Fall ist. Auch die Einführung der 0-Promille-Grenze, die in aktueller politischer Diskussion ist, könnte für einen weiteren Rückgang des Bierkonsums sorgen.

Ähnlich gut wie für den gesamten Biermarkt verlief der Start ins neue Jahr für die BHB Brauholding AG. So wurde in den ersten beiden Monaten 2011 ein Absatzzuwachs um 0,7 % erzielt. Dies ist insbesondere auf den starken Zuwachs des Handelsgeschäfts zurückzuführen, das um 15,1 % zulegte.

Für das GJ 2011 plant der Vorstand der BHB Brauholding AG einen Umsatzzuwachs um 1,8 % auf 15,40 Mio. € zu erreichen. Dabei macht sich insbesondere bemerkbar, dass die aus der Übernahme der Vertriebsrechte der Leitner Bräu resultierenden Umsatzerlöse in 2011 erstmalig über das volle Jahr hinweg anfallen werden. Des Weiteren hat das Unternehmen zuletzt positive Absatzimpulse generieren können, was ebenfalls zu einem Umsatzzuwachs beitragen sollte.

Unsere bisherige Umsatzprognose für das GJ 2011 nehmen wir in Folge der unternehmenseigenen Prognose zwar zunächst leicht um 3 % auf 15,4 Mio. € zurück. Weitere Übernahmen haben wir in den Prognosen aber noch nicht berücksichtigt. Zudem gehen wir davon aus, dass die Effizienz zunehmen wird, was sich in steigenden Umsatzerlösen pro Mitarbeiter niederschlagen sollte (siehe Grafik).



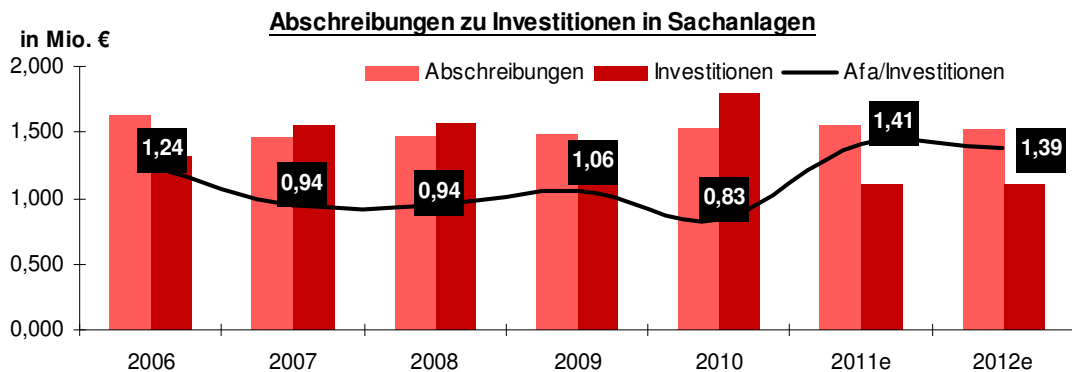
Berechnungen GBC

Ergebnisprognosen - Flache Kostenentwicklung erwartet - EBIT-Marge steigt

Die hohen Rohstoffpreise, insbesondere für Malz, Hopfen und Energie, aber auch für Etiketten (Papier), Grundstoffe für die Herstellung alkoholfreier Getränke und Zucker belasteten in den Jahren 2009 und 2010 die Materialpreise. Zwar hat der starke Anstieg des Preistrends nachgelassen, jedoch sind weiterhin deutlich erhöhte Preisniveaus festzustellen. Zwar hat sich die BHB Brauholding AG überwiegend mit mittelfristigen Lieferkontrakten abgesichert, dennoch werden wohl auch vereinzelte Rohstoffbeschaffungen zum aktuellen Marktpreis nicht zu umgehen sein. Aus diesem Grund rechnen wir auch im GJ 2011 mit einer leicht steigenden Materialaufwandsquote auf dann 35,0 % (2010: 34,8 %). Dennoch sollte absolut betrachtet ein zu den Umsatzerlösen leicht unterproportional steigender Rohrertrag zu beobachten sein.

Bei den Personalaufwendungen sowie sonstigen betrieblichen Aufwendungen erwarten wir hingegen eine flache Entwicklung. Die geplante Umsatzsteigerung sollte ohne einen nennenswerten Ausbau Fixkostenstruktur zu erreichen sein, so dass wir bei beiden Aufwandspositionen sinkende Kostenquoten erwarten, was sich wiederum positiv auf die Ergebnis margins auswirken sollte.

Die Abschreibungen sollten sich in den kommenden Jahren rückläufig entwickeln, nachdem die Übernahme der Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu in 2010 zunächst für leicht steigende Abschreibungen sorgte. Dabei erwarten wir, dass die Investitionen in Höhe von ca. 1,10 Mio. € pro Jahr unterhalb des Abschreibungsniveaus liegen werden, wodurch ein Innenfinanzierungseffekt entsteht, der zu einem erhöhten freien Cashflow führt. Da keine weiteren Tilgungsleistungen für Kredite geleistet werden müssen, stehen erhöhte Mittel für Dividendenzahlungen zur Verfügung.



Quelle: Berechnungen GBC

In der Konsequenz der flachen Kostenentwicklung gehen wir davon aus, dass das EBIT in 2011 weiter gesteigert werden kann. Wir gehen dabei von einem Zuwachs auf 0,45 Mio. € aus (2010: 0,42 Mio. €). Dies entspricht einer EBIT-Marge von dann 2,9 % (2010: 2,8 %). Die erwartete Ergebnissteigerung um 6,9 % verdeutlicht den Effekt der unterproportionalen Kostenentwicklung und den damit einhergehenden Kostendegressionen, insbesondere im Bereich Personal und sonstige betriebliche Aufwendungen.

Unsere bisherige EBIT-Prognose von 0,40 Mio. € haben wir auf Grund der stärker als erwarteten EBIT-Entwicklung sogar leicht nach oben angepasst. Die Kostensenkungen fielen zuletzt stärker aus, als von uns zunächst antizipiert, so dass sich unsere bisherigen Margenschätzungen als zu niedrig erwiesen haben. Auch das Management der BHB Brauholding AG geht indes davon aus, dass im Jahr 2011 weitere Margensteigerungen erzielt werden können.

Durch die Rückführung von Bankverbindlichkeiten wird sich auch das Zinsergebnis in 2011 voraussichtlich weiter verbessern. Der weitergereichte Kredit an die VIB Vermögen AG sollte netto nur noch einen Zinsaufwand im fünfstelligen Bereich verursachen. Die Bonität der BHB Brauholding AG, gemessen am Zinsdeckungsgrad (EBIT/Zinsaufwand) wird sich gemäß unseren Prognosen damit in den kommenden beiden Geschäftsjahren nochmals deutlich von 2,1 in 2010 auf 3,1 in 2012 verbessern.

In Summe werden sich die beschriebenen Entwicklungen sehr positiv auf den Jahresüberschuss auswirken. Nicht zuletzt entfällt in 2011 der einmalige Aufwand für den Börsengang, der 0,24 Mio. € ausmachte. Eine entsprechend starke Steigerung erwarten wir für den Jahresüberschuss, der nach 0,02 Mio. € im Vorjahr auf nunmehr 0,31 Mio. € anziehen sollte.

Entsprechend wird die BHB Brauholding AG für das Jahr 2011 erstmalig eine Dividende auszahlen können. Wir rechnen damit, dass rund 80 % des Nettoergebnisses in 2011, respektive 2012 ausgeschüttet werden. Dies entspricht absoluten Dividenden pro Aktie in Höhe von jeweils 0,08 €.

Insgesamt beurteilen wir die Aussichten der BHB Brauholding AG als sehr vielversprechend. Die hohe Effizienz durch optimierte Kostenstrukturen schlägt sich in Wertschöpfung für die Anteilseigner nieder. Ab dem Jahr 2011 wird sich dies auch in Form einer angemessenen Dividende ausdrücken.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 bis 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 13,0 % 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 1,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der BHB Brauholding AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 3,25 % (bisher: 2,50 %).

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 0,80 (bisher: 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,67 % (bisher: 6,92 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,67 %.

Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,67 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 3,65 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 3,80 € leicht nach unten angepasst. Diese Anpassung erfolgt trotz der erhöhten Ergebnisprognosen für das Geschäftsjahr 2011 und ist zurückzuführen auf die deutliche Erhöhung des risikolosen Zinssatzes von 2,50 % seit unserer letzten Betrachtung auf nunmehr 3,25 %, was eine deutliche Zunahme der Eigenkapitalkosten zur Folge hat.

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	13,0%	ewige EBITA - Marge	4,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	33,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	15,40	15,55	15,72	15,88	16,04	16,21	16,38	16,55	
US Veränderung	1,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,11	3,42	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	3,79	
EBITDA	2,00	2,00	2,04	2,06	2,09	2,11	2,13	2,15	
EBITDA-Marge	13,0%	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
EBITA	0,45	0,48	0,52	0,67	0,68	0,69	0,69	0,70	
EBITA-Marge	2,9%	3,1%	3,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,08	-0,09	-0,16	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,21	
EBI (NOPLAT)	0,37	0,38	0,36	0,47	0,48	0,48	0,49	0,49	
Kapitalrendite	6,0%	6,3%	6,3%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Working Capital (WC)	1,10	1,17	1,18	1,19	1,20	1,22	1,23	1,24	
WC zu Umsatz	7,1%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Investitionen in WC	-0,02	-0,07	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,95	4,55	4,15	4,19	4,24	4,28	4,33	4,37	
AFA auf OAV	-1,55	-1,53	-1,53	-1,39	-1,41	-1,42	-1,43	-1,45	
AFA zu OAV	31,3%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	
Investitionen in OAV	-1,38	-1,13	-1,13	-1,43	-1,45	-1,46	-1,48	-1,49	
Investiertes Kapital	6,05	5,72	5,33	5,38	5,44	5,50	5,55	5,61	
EBITDA	2,00	2,00	2,04	2,06	2,09	2,11	2,13	2,15	
Steuern auf EBITA	-0,08	-0,09	-0,16	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,21	
Investitionen gesamt	-1,40	-1,19	-1,14	-1,45	-1,46	-1,48	-1,49	-1,51	
Investitionen in OAV	-1,38	-1,13	-1,13	-1,43	-1,45	-1,46	-1,48	-1,49	
Investitionen in WC	-0,02	-0,07	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,53	0,71	0,75	0,42	0,42	0,42	0,43	0,43	6,60
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,72	6,52							
Barwert expliziter FCFs	2,78	2,28							
Barwert des Continuing Value	3,93	4,23							
Nettoschulden (Net debt)	-4,60	-4,99							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11,31	11,51							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	11,31	11,51							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,100	3,100							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,65	3,71							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	7,7%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,3%
WACC	7,7%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC	Kapitalrendite				
	6,7%	7,2%	7,7%	8,2%	8,7%
4,8%	3,16	3,08	3,00	2,94	2,89
6,8%	3,57	3,44	3,33	3,23	3,15
8,8%	3,97	3,80	3,65	3,52	3,42
10,8%	4,38	4,16	3,97	3,81	3,68
12,8%	4,79	4,52	4,30	4,11	3,94

Fazit

Umsatz- und Ergebnissteigerung in 2011 erwartet - Aktie notiert deutlich unter Buchwert - KCV 2012 von 8,6 - Kursziel von 3,65 € - Rating KAUFEN bestätigt

Der deutsche Biermarkt ist seit mehreren Jahren rückläufig. Auch im Jahr 2010 wurden erneut um 1,7 % rückläufige Absatzmengen registriert. Während die demografische Entwicklung zum Einen für diese Tendenz verantwortlich ist, machen sich auf der anderen Seite regulatorische Veränderungen, wie das Rauchverbot oder das Werbeverbot, negativ bemerkbar. Aus diesem Grund sehen sich Hersteller mit rückläufigen Absatzpreisen konfrontiert. Gleichzeitig haben jedoch auch die Erzeugerpreise in den vergangenen beiden Jahren stark zugelegt.

Dem rückläufigen Absatztrend konnte sich auch die BHB Brauholding AG im Geschäftsjahr 2010 nicht entziehen und musste einen Absatzrückgang hinnehmen. Jedoch fiel dieser mit -0,8 % unterproportional zur Marktentwicklung aus. Auch die Umsatzerlöse waren im Zuge dessen im Jahr 2010 um 2,2 % rückläufig.

Auf der Ertragsseite machten sich die erhöhten Rohstoffpreise, insbesondere für Hopfen, Malz und Energie, bemerkbar. Jedoch wurde bereits vor einigen Jahren die strategische Entscheidung getroffen, den Eigengetränkeanteil am Umsatzmix zu erhöhen. Eigengetränke leisten einen höheren Margenbeitrag im Vergleich zu Handelswaren, was dazu führte, dass die Materialkostenquote im Vergleich zum Vorjahr sogar leicht auf 34,8 % gesenkt werden konnte.

Die bereits im Vorjahr begonnenen Kostenoptimierungen und Effizienzsteigerungen machten sich zudem bei den weiteren Kostenpositionen bemerkbar, wo jeweils nicht nur Reduktionen der Kostenquoten erzielt werden konnten, sondern auch bei den absoluten Größenordnungen. In der Konsequenz konnte die BHB Brauholding AG im abgelaufenen Geschäftsjahr eine starke Steigerung der EBIT-Marge erreichen. Nach 1,7 % im Vorjahr wurden nun 2,8 % erwirtschaftet.

Aber auch für das laufende Geschäftsjahr 2011 erwarten wir weitere operative Verbesserungen. Während die Umsatzerlöse erwartungsgemäß um 1,8 % zulegen werden, was unter anderem auch auf die in 2010 erworbenen Vertriebsrechte der Leitner Bräu zurückzuführen ist, gehen wir gleichzeitig von einer weiteren Verbesserung der Ergebnismargen aus. Hintergrund sollten hierbei insbesondere weitere Fixkostendegressionen sein, da das erhöhte Umsatzniveau ohne einen maßgeblichen Aufbau der Fixkostenstruktur erfolgen sollte. Wir rechnen mit einem EBIT von 0,45 Mio. €, +6,9 % mehr als im Vorjahr. Damit haben wir unsere bisherigen EBIT und EBIT-Margenprognosen gegenüber unserer letzten Einschätzung leicht erhöht.

Auf Grund des Wegfalls einmaliger IPO-Kosten wird zudem der Jahresüberschuss deutlich höher ausfallen als 2010. Wir erwarten, dass die Umsatzsteigerungen, im Zusammenwirken mit einer anhaltenden Kostendisziplin, zu einem Jahresüberschuss von 0,31 Mio. € führen werden, nach 0,02 Mio. € in 2011.

Die Bewertung der Aktie ist indes weiterhin als sehr moderat einzuschätzen. Während das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei 0,75 liegt, errechnet sich ein Kurs-Cashflow-Verhältnis für 2011 in Höhe von 11,9, respektive 8,6 in 2012. Dies stellt in unseren Augen eine Diskrepanz dar, die eine klare Unterbewertung der Aktie indiziert. Auch die soliden Bilanzrelationen mit einer Eigenkapitalquote von 68,5 % und einer Nettocashposition von 0,96 Mio. € geben in unseren Augen keinen Anlass für einen Bewertungsabschlag. Dies bestätigt auch das Ergebnis unserer DCF-Kalkulation, welche einen fairen Wert pro Aktie von 3,65 € ergibt. Das bisherige Kursziel (3,80 €) hat sich dabei insbesondere auf Grund eines merklich erhöhten risikofreien Zinssatzes leicht gesenkt. Entsprechend dem hohen Kurspotenzial von derzeit über 40 % behalten wir unser bisheriges Rating KAUFEN daher unverändert bei.

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 Angebotschreiben 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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