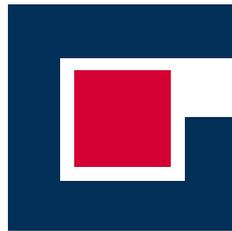




Researchstudie (Initial Coverage)

Bayerische Gewerbebau AG



**Hohe Renditen und attraktive Dividenden mit
Spezialimmobilien im Tiefkühlbereich**

Kursziel: 32,00 €

Rating: KAUFEN

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 32,00

aktueller Kurs: 26,10

9.8.2011 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0006569007

WKN: 656900

Börsenkürzel: MUK

 Aktienanzahl³: 5,960

 Marketcap³: 155,56

 EnterpriseValue³: 148,78

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 4,9 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Bayerische Gewerbebau AG ^{*5}
Unternehmensprofil

Branche: Immobilien

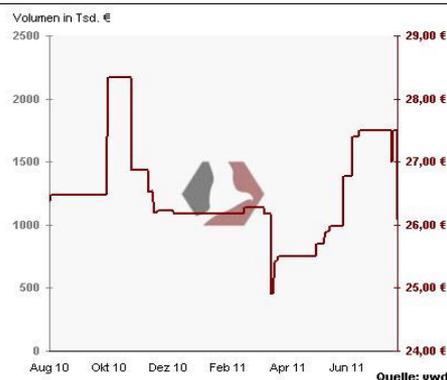
Fokus: Logistik Immobilien

Mitarbeiter: 0 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1890

Firmensitz: München

Vorstand: Alfons Doblinger, Bernd Friedhoff



Die Bayerische Gewerbebau AG hat sich auf die Vermietung von Logistikimmobilien im Tiefkühlbereich spezialisiert. Zu den Kernkompetenzen der Gesellschaft gehört darüber hinaus die Konzeption, der Neubau, der Umbau und die Instandhaltung sowie die Modernisierung der Logistikimmobilien. Es werden ebenfalls Aufgaben im Zusammenhang mit der Betreuung der bestehenden Mieterverhältnisse übernommen. Komplettiert wird das Geschäftsmodell der Gesellschaft von der Prüfung sowie der Konzeption, der Planung und Entwicklung geeigneter Grundstücke. Derzeit verfügt die Gewerbebau über insgesamt 25 Logistikzentren, welche entsprechend den Kundenbedürfnissen an strategisch günstigen Standorten liegen und sich über den gesamten deutschen Raum erstrecken. Die Liegenschaften im Tiefkühl-Logistikbereich der Bayerische Gewerbebau AG sind vollständig an die MUK Logistik GmbH bzw. die Transthermos GmbH vermietet, welche beide mehrheitliche Tochtergesellschaften der MUK AG sind. Alleingesellschafter der MUK AG ist die Doblinger Beteiligung GmbH.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2009 | 31.12.2010 | 31.12.2011e | 31.12.2012e |
|----------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 20,05 | 20,43 | 20,95 | 21,22 |
| EBITDA | 14,63 | 17,31 | 15,65 | 15,82 |
| EBIT | 10,19 | 12,60 | 11,65 | 11,56 |
| Jahresüberschuss | 3,23 | 9,29 | 9,56 | 9,01 |

| Kennzahlen in EUR | | | | |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie | 0,54 | 1,56 | 1,60 | 1,51 |
| Dividende je Aktie | 0,61 | 0,63 | 0,66 | 0,68 |

| Kennzahlen | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz | 6,79 | 7,28 | 7,10 | 7,01 |
| EV/EBITDA | 9,31 | 8,60 | 9,50 | 9,41 |
| EV/EBIT | 13,36 | 11,81 | 12,77 | 12,87 |
| KGV | 48,19 | 16,74 | 16,28 | 17,26 |
| KBV | | 1,45 | | |

Finanztermine:
Datum: Ereignis
****letztes Research von GBC:**
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

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 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

| | |
|---------------------------------------|---|
| Aktionärsstruktur..... | 1 |
| Unternehmensstruktur..... | 1 |
| Wichtige Kunden..... | 1 |
| Geschäftstätigkeit und Strategie..... | 2 |
| Unternehmenshistorie..... | 2 |
| Geschäftsmodell..... | 2 |
| Flächenverteilung..... | 3 |
| Mietverträge..... | 4 |
| Mieterinformationen..... | 4 |
| Organe der Gesellschaft..... | 5 |
| Vorstand..... | 5 |
| Aufsichtsrat..... | 5 |

Markt und Marktumfeld

| | |
|--|---|
| Relevante Märkte und Einflussfaktoren..... | 6 |
| Allgemeine Wirtschafts- und Konsumententwicklung..... | 6 |
| Entwicklung des Lebensmittelmarktes..... | 7 |
| Entwicklung des Tiefkühlkostmarktes..... | 8 |
| Entwicklung des Logistikmarktes sowie des Tiefkühllogistikmarktes..... | 9 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|----|
| Zahlen im Überblick..... | 10 |
| Geschäftsentwicklung 2010..... | 11 |
| Umsatzentwicklung..... | 11 |
| Ergebnisentwicklung..... | 12 |
| Rentabilität und Ergebnisqualität..... | 13 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | 15 |
| Investitionen und Investitionsplanung..... | 16 |
| SWOT-Analyse Bayerische Gewerbebau AG..... | 17 |
| Prognose und Modellannahmen..... | 18 |
| Umsatzprognosen..... | 18 |
| Ergebnisprognosen..... | 19 |

Bewertung/ Fazit

| | |
|-----------------------------------|----|
| DCF-Bewertung..... | 21 |
| Modellannahmen..... | 21 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | 21 |
| Bewertungsergebnis..... | 21 |
| DCF-Modell..... | 22 |
| Fazit | 23 |

Anhang

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

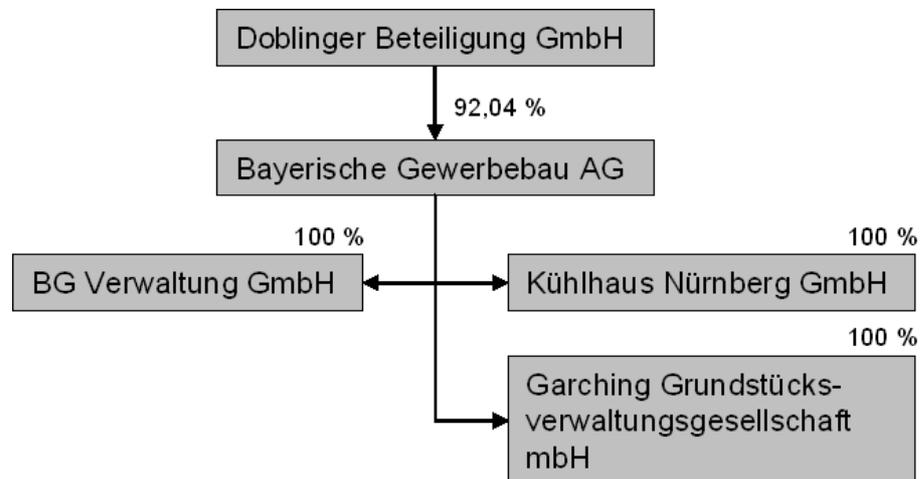
Unternehmen

Aktionärsstruktur



Quelle: BG AG

Unternehmensstruktur



Quelle: BG AG

Mehrheitsaktionärin der Bayerische Gewerbebau AG (BG AG) ist die Doblinger Beteiligung GmbH, welche zu 100 % dem Vorstandsvorsitzenden der BG AG, Herrn Alfons Doblinger, zuzurechnen ist. Die jeweils 100 %igen Tochtergesellschaften Kühlhaus Nürnberg GmbH und Garching Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH sind Eigentümerinnen der Logistikzentren an den Standorten Ansbach und Nürnberg, respektive Garching. Die BG Verwaltung GmbH hat die Funktion einer stillen Gesellschafterin der SINAT GmbH & Co. Objekt Böblingen KG. Insgesamt erwirtschaftet die Doblinger Unternehmensgruppe mit 1.600 Mitarbeitern rund 520 Mio. € Umsatzerlöse.

Wichtige Kunden

MUK Logistik

TRANSTHERMOS

Die wichtigsten Kunden der BG AG sind die beiden Unternehmen MUK Logistik GmbH sowie Transthermos GmbH, an welche die Logistik-Liegenschaften der BG AG vollständig vermietet sind. Beide Unternehmen sind Tochterunternehmen der MUK AG, welche vollständig der Doblinger Beteiligung GmbH zuzurechnen ist. Sowohl die MUK Logistik GmbH als auch die Transthermos GmbH sind deutschlandweit führende Unternehmen im Bereich der Tiefkühllogistik mit einer langen Unternehmenshistorie. Entsprechend der gesellschaftsrechtlichen Verflechtung mit der Doblinger Beteiligung GmbH als jeweilige Muttergesellschaft, sind sowohl die MUK Logistik GmbH sowie die Transthermos GmbH als Schwestergesellschaften der BG AG einzuordnen.

Geschäftstätigkeit und Strategie

Unternehmenshistorie

| | |
|------------|---|
| 1890 | Gründung der „Actiengesellschaft Gesellschaft für Markt- & Kühlhallen“ in Berlin, welche damit eine der ältesten Aktiengesellschaften in Deutschland ist |
| 1895-1909 | Nach Verlegung des Firmensitzes nach München wurde dieser im Jahre 1909 nach Hamburg verlegt. Der ursprüngliche Geschäftszweck war die Errichtung, der Erwerb und der Betrieb von Kühlhäusern, Eisfabriken, Markthallen und Schlachthöfen |
| 1989-1994 | Die Doblinger Unternehmensgruppe erwirbt die Mehrheit der Aktien der Markt- und Kühlhallen AG. In diesen Jahren wurde ein weiterer Ausbau der Geschäftstätigkeit realisiert |
| 31.12.2006 | Umstrukturierung und infolge dessen Umfirmierung der Gesellschaft in Bayerische Gewerbebau AG. Das operative Tiefkühl- und Logistikgeschäft wurde als eigener Unternehmensbereich in die heutige MUK AG ausgegliedert und veräußert. Der Immobilienbestand blieb dabei unverändert in der umfirmierten Gesellschaft Bayerische Gewerbebau AG. |
| Heute | Die Bayerische Gewerbebau AG gehört mit mehr als 92 % der Stimmrechte der Hauptaktionärin Doblinger Beteiligung GmbH, der Holdinggesellschaft der Doblinger Unternehmensgruppe. |

Quelle: BG AG

Geschäftsmodell

Die Bayerische Gewerbebau AG (im Folgenden BG AG) hat sich auf die Vermietung von Logistikimmobilien im Tiefkühlbereich spezialisiert. Zu den Kernkompetenzen der Gesellschaft gehört darüber hinaus die Konzeption, der Neubau, der Umbau und die Instandhaltung sowie die Modernisierung der Logistikimmobilien. Es werden ebenfalls Aufgaben im Zusammenhang mit der Betreuung der bestehenden Mieterverhältnisse übernommen. Komplettiert wird das Geschäftsmodell der Gesellschaft von der Prüfung sowie der Konzeption, der Planung und Entwicklung geeigneter Grundstücke.

Derzeit verfügt die Gesellschaft über insgesamt 25 Logistikzentren, welche entsprechend den Kundenbedürfnissen an strategisch günstigen Standorten liegen und sich über den gesamten deutschen Raum erstrecken. In folgender Karte wird die regionale Verteilung der Logistikstandorte der BG AG ersichtlich:



Quelle: BG AG

Seit dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 hat die BG AG durch den Verkauf der Kälteanlagen ihr Geschäftsmodell auf die Kernkompetenzen der Vermietung von Gebäuden und Grundstücken weiter fokussiert. Neben der Vermietung der Immobilien gehörte bisher die Beschaffung und die Reparatur der Kälteanlagen ebenfalls zur Geschäftsstrategie der Gesellschaft. Kälteanlagen erfordern dabei vor allem vor dem Hintergrund ihrer komplexen technischen Beschaffenheit ein hohes Maß an Kapazitäten. Hierbei gilt es nicht nur die umfangreichen gesetzlichen Vorgaben zu erfüllen, sondern auch die technologische Wartung und Weiterentwicklung zu gewährleisten. Aufgrund einer damit zusammengehörigen hohen finanziellen und personellen Ressourcenbindung, hat die BG AG die Kälteanlagen ihrer Tiefkühllogistik-Immobilien zum 31.12.2010 an die TILO Service GmbH, einer Tochtergesellschaft der MUK AG, veräußert. Damit wurde die Konzentration der Geschäftsstrategie auf die Vermietung von Logistikimmobilien im Tiefkühlbereich umgesetzt.

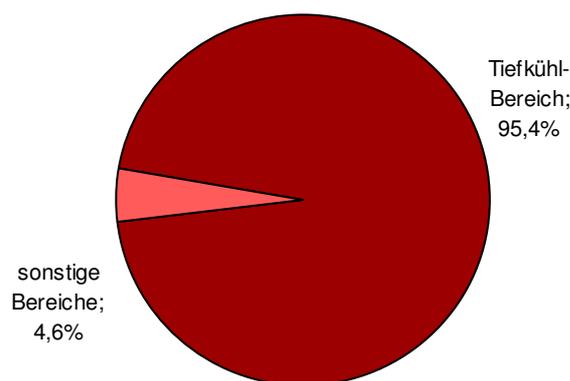
Im Zusammenhang mit der Veräußerung der Kälteanlagen entfallen seit dem Geschäftsjahr 2011 die Instandhaltungsaufwendungen und Abschreibungen für die technischen Anlagen. Insofern erstreckt sich die Instandhaltungsverpflichtung der BG AG nur noch auf die Bausubstanz der Logistikzentren, ohne Kälteanlagen (Dach und Fach). Die Entlastung aus den entfallenen Instandhaltungsaufwendungen und Abschreibungen beträgt rund 1 Mio. € pro Jahr. Im Gegenzug reduzierte sich auch die Jahresmiete um rund 1 Mio. €. Der Ertrag aus der Veräußerung belief sich auf 2,27 Mio. € und wurde im Geschäftsjahr 2010 gewinnerhöhend vereinnahmt.

Flächenverteilung

Der Kernfokus der BG AG liegt auf Logistikimmobilien. Die 25 Logistikzentren verteilen sich dabei auf eine Gesamtfläche von 320.000 m². Dies entspricht 95,4 % des Gesamtimmobilienbestandes. Darin enthalten ist bereits der Neubau eines Logistikzentrums am Standort Flörsheim, das im Mai 2011 fertiggestellt und an die Transthermos GmbH vermietet wurde. Zudem ist auch bereits die Erweiterung des Standortes Markgröningen in der Flächenzahl berücksichtigt, welche im April 2011 abgeschlossen wurde.

Neben den Logistikimmobilien verfügt die BG AG über fünf sonstige Objekte, die dem Bereich Gewerbe- und Wohnimmobilien zuzuordnen sind. Mit einer Gesamtfläche von 15.500 m² bzw. 4,6 % des Gesamtimmobilienbestandes gehören diese klar nicht zur Kernstrategie der BG AG. Eine Ausweitung des Immobilienbestandes in den sonstigen Bereichen ist daher nicht vorgesehen.

Flächenverteilung



Quelle: BG AG

Die Tiefkühllogistik-Immobilien sind vollständig an die beiden Schwesterunternehmen MUK Logistik GmbH und Transthermos GmbH vermietet. Daher besteht im Tiefkühl-Bereich eine Vermietungsquote in Höhe von 100 %. Im Bereich der sonstigen Immobilien, welcher fünf Objekte umfasst, besteht eine Vermietungsquote in Höhe von 95 %. Die Differenz zur Vollvermietung ergibt sich aus leer stehenden Teilflächen einer Lagerhalle in Flörsheim sowie einer derzeit leer stehenden Wohnung.

Mietverträge

Die Mietverträge mit den beiden Hauptmietern für die Logistikimmobilien wurden zum 01.01.2010 erneuert. Im Rahmen dessen wurde eine Mietdauer von 11 Jahren vereinbart. Zudem wurde in der Regel den Mietern eine zweimalige Verlängerungsoption um jeweils 5 Jahre eingeräumt. Gegenüber der vorherigen Mietpreisvereinbarung reduzierte sich die Jahresmiete um rund 1 Mio. €. Diese Reduktion lässt sich auf die neu vereinbarten Mietverträge zurückführen, welche einheitliche Regelungen hinsichtlich Betriebskosten und laufenden Instandhaltungsaufwendungen, die der Mieter zukünftig zu übernehmen hat, beinhalten. Die Höhe der zu entrichtenden Miete ist zunächst für die ersten drei Jahre fest vereinbart. Im Anschluss daran wird eine Mietpreisklausel wirksam, welche die Anpassung der Mietniveaus in Abhängigkeit vom Verbraucherpreisindex vorsieht.

Vor dem Hintergrund der langfristigen Vermietung des gesamten Tiefkühlimmobilien-Bestandes an die beiden Kunden MUK Logistik GmbH und Transthermos GmbH ist davon auszugehen, dass auch in den kommenden Jahren eine Vollvermietung im Tiefkühl-Bereich zu erwarten ist. Da die beiden Hauptmieter zudem eine führende Stellung auf dem deutschen Markt für Tiefkühllogistik einnehmen, ist darüber hinaus auch nicht davon auszugehen, dass es zu Mietausfällen kommt. Vielmehr erlaubt die derzeitige Struktur des Immobilienbestandes sowie der Mieterstruktur eine stabile zukünftige Entwicklung.

Mieterinformationen

MUK Logistik GmbH

| | |
|-------------------|---------------------------------|
| Gründung | 1995 |
| Stammkapital | 2,6 Mio. € |
| Mitarbeiter | ca. 225 |
| Jahresumsatz | ca. 45 Mio. € |
| Standorte | 16 |
| Paletten-Umschlag | ca. 2,15 Mio. Paletten pro Jahr |
| Tiefkühlfläche | 140.000 m ² |
| Lagerfläche | 245.000 Palettenstellplätze |

Transthermos GmbH

| | |
|-------------------|-----------------------------------|
| Gründung | 1950 |
| Stammkapital | 5,4 Mio. € |
| Mitarbeiter | ca. 610 |
| Jahresumsatz | ca. 127 Mio. € |
| Standorte | 16 |
| Paletten-Umschlag | Mehr als 3 Mio. Paletten pro Jahr |

Quelle: MUK AG

Organe der Gesellschaft

Vorstand

Herr Alfons Doblinger

Herr Alfons Doblinger schloss 1961 die Landwirtschaftsschule ab und gründete 1962 sein erstes Unternehmen im Bereich des Holzhandels und des Holztransports, bevor er sich 1967 als Bauträger in Straubing engagierte. 1971 mündeten diese Aktivitäten in der Gesellschaft Doblinger Anlagenbau. 1987 wurden die Gewerbebauaktivitäten in der DIBAG Industriebau AG zusammengefasst, welche aus der Übernahme der Glas- und Spiegel-Manufactur Gelsenkirchen-Schalke AG hervorging und heute eine der größten Projektentwicklungs- und Bauträgergesellschaften Deutschlands ist. Mit dem Erwerb des Immobilienportfolios der „Neue Heimat Bayern“ wurde der Immobilienbestand 1990 stark ausgeweitet. Gleichzeitig wurde zwischen den Jahren 1989 und 1994 eine Mehrheitsbeteiligung an der Markt- und Kühlhallen AG (heute: Bayerische Gewerbebau AG) erworben. Herr Doblinger ist Vorstandsvorsitzender und für die Bereiche Immobilien, Neubau, Instandhaltung und Vermietung verantwortlich.

Herr Bernd Friedhoff

Herr Bernd Friedhoff studierte Betriebswirtschaftslehre und ist seit dem Jahr 1992 in der Doblinger Unternehmensgruppe in verschiedenen kaufmännischen Positionen aktiv. Während er zunächst im wohnungswirtschaftlichen Bereich tätig war, ist er seit 1997 in der Unternehmensholding beschäftigt und verantwortet heute die Bereiche Finanz- und Rechnungswesen der BG AG.

Aufsichtsrat

Herr Thies Eggers (Aufsichtsratsvorsitzender)

Nach abgeschlossenem juristischen und betriebswirtschaftlichen Studium begann Herr Eggers als Prüfungsassistent bei Arthur Andersen in Hamburg. 1973 wurde er zum Steuerberater und 1976 zum Wirtschaftsprüfer bestellt. 1979 wechselte er nach München, um das neu eröffnete Arthur Andersen Büro zu leiten. 1980 wurde er Partner in der weltweiten Organisation. Bis 1997 war er Niederlassungsleiter und Leiter der Wirtschaftsprüfungsabteilung. Seit 1997 ist er in eigener Praxis tätig und beschäftigt sich insbesondere mit Unternehmenskäufen, Unternehmensbewertungen und Restrukturierungen.

Herr Dr. Theo Waigel (stellv. Aufsichtsratsvorsitzender)

Herr Dr. Theo Waigel studierte Rechts- und Staatswissenschaften und promovierte im Jahr 1967. Seinen beruflichen Werdegang begann Herr Dr. Waigel 1969 als persönlicher Referent des Staatssekretärs im Bayerischen Staatsministerium der Finanzen. 1970 bis 1972 war er als persönlicher Referent des Bayerischen Staatsministers für Wirtschaft- und Verkehr tätig, bevor er 1972 Mitglied des Deutschen Bundestages wurde. Von 1989-1998 war Herr Dr. Waigel als Bundesfinanzminister tätig, bevor er 1999 seine Tätigkeit als Rechtsanwalt aufnahm.

Herr Bruno Schefer

Nach einer kaufmännischen Ausbildung war Bruno Schefer von 1972 bis 1987 Mitarbeiter innerhalb der Schweizer Rück Gruppe. Von 1987 bis 1998 war er als Partner bei der SIS-Gruppe engagiert. Dort begleitete er im Bereich Finanzen und Service den Aufbau und die Marktentwicklung von Versicherungsgesellschaften in Europa. 1997 und 1998 übernahm er vorübergehend die Funktion des Finanzchefs bei der damaligen Baugruppe Züblin. Seit 1999 übte Bruno Schefer bei der Züblin Gruppe die Aufgabe des CFO aus und wurde 2004 zum CEO ernannt.

Markt und Marktumfeld

Relevante Märkte und Einflussfaktoren

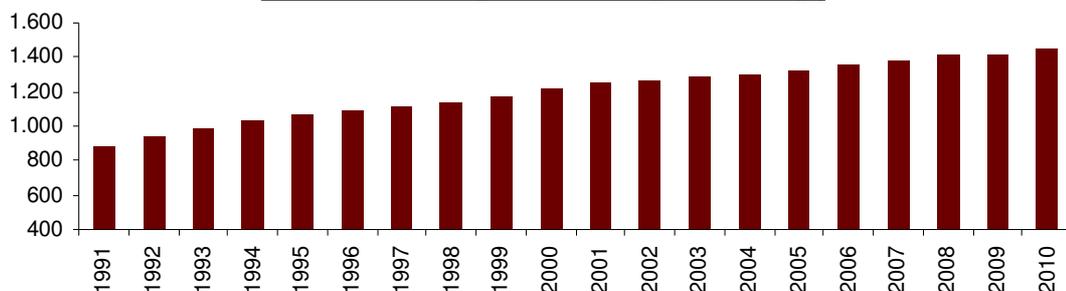
Der Markt für Tiefkühl-Logistikimmobilien unterliegt unterschiedlichen äußeren Faktoren und ist gleichzeitig ein Bestandteil unterschiedlicher Branchen. Daher versperrt eine isolierte Betrachtung von Tiefkühl-Logistikimmobilien den Blick auf die äußeren Einflussfaktoren, welche für die künftige Entwicklung dieser von wesentlicher Bedeutung sind. Da die Logistikbranche und damit einhergehend auch die Logistikimmobilien nahezu in allen Wertschöpfungsstufen des Wirtschaftskreislaufs angesiedelt sind, ist es zielführend, eine umfassende Marktbetrachtung vorzunehmen. So soll zunächst auf die allgemeine Wirtschaftsentwicklung in Deutschland eingegangen werden. Da die Logistikimmobilien der BG AG auf den Warenumsatz von Lebensmitteln spezialisiert sind, soll eine Analyse der Konsumentwicklung, hier speziell von Lebensmitteln, Aufschluss über die Potenziale der Lebensmittelbranche geben. Eine darauffolgende tiefergehende Analyse zum deutschen Tiefkühlmarkt soll die speziellen Chancen für Tiefkühl-Logistikimmobilien näher bringen. Abschließend werden die allgemeinen Trends im Vermietungs- und Investmentmarkt für Logistikimmobilien dargestellt.

Allgemeine Wirtschafts- und Konsumententwicklung

Nach dem historischen Einbruch des BIP im Jahre 2009 in Höhe von -4,7 % war die deutsche Wirtschaft im abgelaufenen Kalenderjahr 2010 von deutlichen Erholungstendenzen geprägt. Mit einer Wirtschaftserholung, welche bereits zur Jahreswende 2009/2010 beobachtet werden konnte, erhöhte sich die Wirtschaftsleistung in Deutschland in 2010 um +3,6 % und markiert damit das größte Wachstum seit der Wiedervereinigung.

Der wesentliche Treiber dieser Entwicklung war das produzierende Gewerbe, welches einen Wachstumsbeitrag von 2,0 % zum BIP leistete. Neben den hohen staatlichen Konsumausgaben, die die Auswirkungen der Konjunkturprogramme enthalten, war die unerwartet gute Entwicklung der privaten Konsumausgaben ein wichtiger Faktor für die Wirtschaftserholung. Im Zeitraum von 2007 bis 2010 konnte bei den privaten Konsumausgaben ein stetiger Anstieg von insgesamt +5,0 % beobachtet werden. Parallel hierzu nahm die Bedeutung dieser am BIP von 56,8 % (2007) auf 57,8 % (2010) zu.

Private Konsumausgaben in Mrd. € (preisbereinigt)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die steigende Beschäftigung, eine zunehmende Arbeitsplatzsicherheit aber auch steigende Löhne haben in den vergangenen Jahren den deutschen Konsum beflügelt. Die Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland konnte laut Daten des Statistischen Bundesamtes im Jahr 2010 um rund 0,5 % gegenüber dem Vorjahr ansteigen und markierte damit einen neuen Höchststand. Bemerkenswert ist hierbei die Tatsache, dass die Zahl der Erwerbstätigen trotz des Einbruchs der Wirtschaftsleistung im Jahr 2009 relativ stabil geblieben war. Gleichzeitig sank die Arbeitslosenquote von 7,4 % (2009) auf 6,8 % (2010) und damit auf ein erfreulich niedriges Niveau. Das hiermit zusammengehörende höhere verfügbare Einkommen, aber auch externe Faktoren wie etwa die niedrige Inflationsrate oder finanzielle Anreize aus den staatlichen Konjunkturpaketen, haben die deutsche Verbraucherstimmung, insbesondere während der Finanzkrise, auf einem hohen Niveau gehalten.

Im Gleichschritt mit der positiven Entwicklung dieser makroökonomischen Trends verbesserte sich das Konsumklima ab Ende 2008 stetig. Während der von dem Marktforschungs-

unternehmen GfK erhobene Konsumklimaindex einen steilen Anstieg des Konsumklimas in Deutschland von 2,1 Punkten im Dezember 2008 bis auf 6,0 Punkte im März 2011 indiziert, prognostizieren die aktuellsten Daten jedoch seit April dieses Jahres ein leichtes Abflauen der guten Verbraucherstimmung. Zwar verbleibt die Anschaffungsneigung der Verbraucher auf einem annähernd hohen Niveau, doch die Erwartungen der Konsumenten auf die Konjunktur- und Einkommensentwicklung trübten sich mit der weiterhin unsicheren weltpolitischen Lage in Nordafrika und im Nahen Osten sowie der Verschärfung der Schuldenkrise in Griechenland etwas ein. Anhaltend hohe Energie- und Rohstoffpreise könnten zudem das Verbraucherverhalten hemmen.



Quelle: GfK SE

Dem entgegen steht eine weiterhin völlig intakte Konjunktorentwicklung in Deutschland. Untermauert wird die freundliche Konsumstimmung mit einer sich fortsetzenden positiven Entwicklung am Arbeitsmarkt. Daten des Statistischen Bundesamtes zufolge stiegen die tariflichen Löhne 2010 um 1,8 % im Vorjahresvergleich. So konnten in den wichtigsten Branchen deutliche Lohn- und Gehaltssteigerungen realisiert werden, was eine anhaltend gute Konsumstimmung erwarten lässt.

Entwicklung des Lebensmittelmarktes

Die Ernährungsindustrie konnte sich in den vergangenen Monaten wieder deutlich erholen. Zwar befindet sich der Konsum noch deutlich unter den Spitzenniveaus von Ende 2008/Anfang 2009 (Januar 09: 184,3 Indexpunkte), doch verzeichnet der Index auf Basis der Daten des GfK-ConsumerScan Haushaltspanels seit Mai 2010 (124,1 Punkte) deutliche Steigerungen im Lebensmittelkonsum. Demnach weist der Lebensmittelkonsum eine annualisierte Steigerungsrate von 16,2 % auf 149,2 Punkte (April10: 128,4 Punkte) auf.

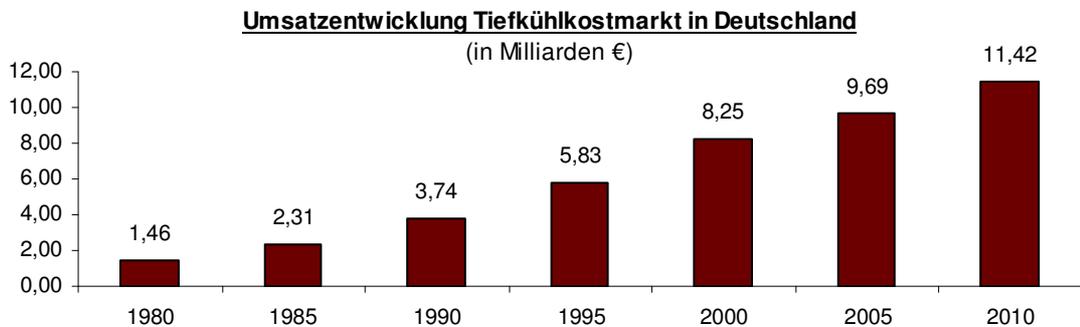


Quelle: GfK Haushaltspanel ConsumerScan (30.000)

Nach vorläufigen Schätzungen des Statistischen Bundesamtes verzeichnete die Lebensmittelindustrie Deutschlands in 2010 einen Umsatzanstieg um 1,2 % auf rund 149,5 Mrd. €, nach 147,7 Mrd. € (2009). Jedoch betrug der Umsatz 2008 noch 156,3 Mrd. € und belief sich somit auf ein um 5,8 % höheres Niveau. Mit der positiven Entwicklung im laufenden Jahr sowie der anhaltend guten Konsumstimmung unter den Verbrauchern ist im Gesamtjahr 2011 mit einer weiteren Steigerung des Absatzes zu rechnen.

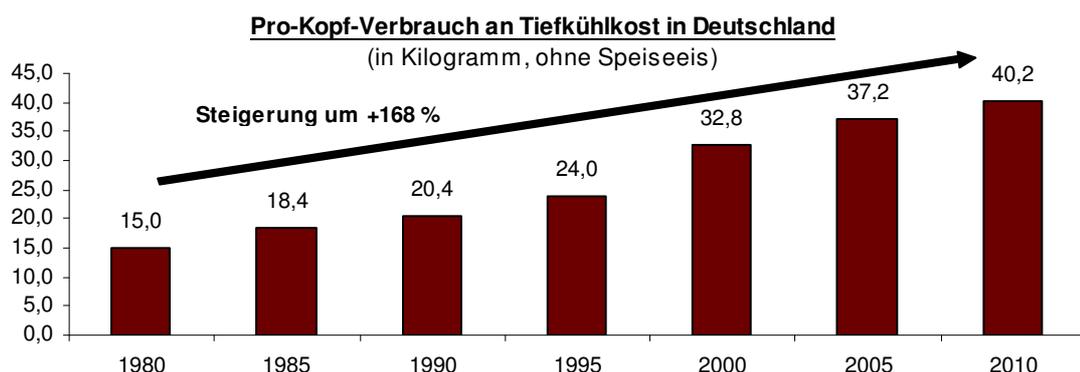
Entwicklungen des Tiefkühlkostmarktes

Mit besonderer Dynamik konnte der Tiefkühlkostmarkt über die vergangenen 30 Jahre zulegen. So lag der relative Absatz- und Umsatzzuwachs der Tiefkühlkostbranche in der Regel weit über dem der gesamten Lebensmittelindustrie. Nach 1,46 Mrd. € (1980) brachte es der Sektor im Jahr 2010, nach einer abermaligen Umsatzsteigerung von 1,2 % im Vergleich zum Vorjahr, auf zuletzt 11,42 Mrd. € Marktvolumen.



Quelle: Deutsches Tiefkühlkostinstitut e.V.

Allein in den vergangenen 5 Jahren erhöhte sich der Umsatz nochmals um beachtliche 17,9 %. Dabei konnten jährlich stetige Steigerungsraten beobachtet werden. Diese Entwicklung wurde durch mehrere Trends und Faktoren begünstigt und zusätzlich verstärkt. Zum Einen stieg der Pro-Kopf-Konsum an Lebensmitteln in Deutschland im Zuge des gestiegenen Wohlstandsniveaus im Allgemeinen, zum Anderen wuchs die Bevölkerung Deutschlands nach Daten des Statistischen Bundesamtes in diesem Zeitraum um 4,3 %, was eine zusätzliche Erhöhung des Gesamtbedarfs an Lebensmitteln bedingte. Zusätzlich zu diesen makroökonomischen und demografischen Trends gelang es der Tiefkühlkostindustrie die Qualität sowie die Haltbarkeitsdauern der Tiefkühlprodukte signifikant zu erhöhen. Hieraus resultiert der erwähnte, deutlich gestiegene Pro-Kopf-Verbrauch an Tiefkühlkost, welcher im Besonderen ausschlaggebend für die deutliche Umsatzsteigerung der Tiefkühlkostbranche war. Demnach konsumierten deutsche Verbraucher 2010 durchschnittlich 40,2 kg Tiefkühlkost. Bei einer Betrachtung der Zeitreihe der vergangenen 30 Jahre entspricht dies einer kräftigen Steigerung um 168 %. Absolut gemessen verbraucht der deutsche Bundesbürger im Durchschnitt 25,2 kg mehr Tiefkühlkost als noch vor 30 Jahren.



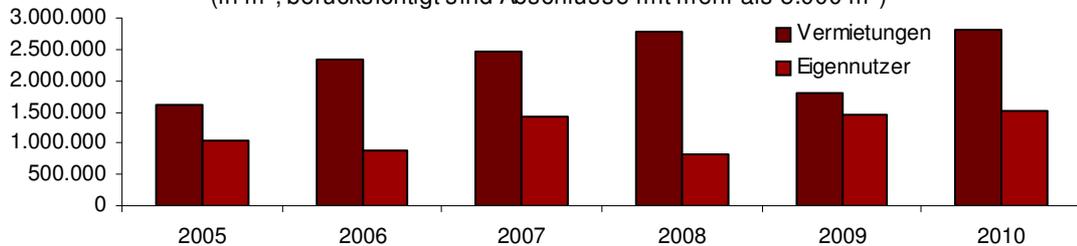
Quelle: Deutsches Tiefkühlkostinstitut e.V.

Neben diesen Faktoren gewann der Wandel im Ernährungsverhalten deutlichen Einfluss auf den Lebensmittelkonsum in Deutschland. Demnach erfreut sich eine gesunde und ausgewogene Ernährung wachsender Beliebtheit. Von diesem Trend kann auch der Tiefkühlkostmarkt profitieren und so richteten Tiefkühlkost-Dienstleister ihr Sortiment frühzeitig auf die neue Bedürfnisstruktur ein. Während die Produktgruppe der Gemüse-Tiefkühlkost 2010 bereits mit 474.881 Tonnen (2009: 467.034 Tonnen) 14,5 % zum Gesamtmarkt beitrug, verlor der Anteil von Süßspeisen und Milcherzeugnissen am Absatz sowohl absolut als auch relativ um 3,4 % auf 9.495 Tonnen (Vorjahr: 9.831 Tonnen).

Entwicklung des Logistikmarktes sowie des Tiefkühlkostlogistikmarktes

Laut der vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten vorläufigen Zahlen zum Transportaufkommen in Deutschland war im Jahr 2010 ein Anstieg um 3,1 % auf 4,1 Mrd. Tonnen zu verzeichnen. Dabei beeinflusste vor allem der weltweite Konjunkturaufschwung sowie die damit einhergehende gute Auftragslage in Industrie und Handel die Nachfrage nach Logistikdienstleistungen positiv. Konjunkturbedingt erhöhte sich das Volumen der Vermietungen und Eigennutzungen im Logistikimmobiliensektor somit ebenfalls deutlich. Insbesondere im Bereich der Vermietungen war 2010 ein überproportionaler Anstieg der Lagerflächenumsätze zu beobachten. Im Jahresvergleich stiegen die reinen Vermietungsumsätze um 55,9 % auf 2,83 Mio. m² (2009: 1,80 Mio. m²). Im Vermietungsbereich wurden damit rund eine Mio. m² mehr angemietet als im Jahr 2009, als sich Firmen noch zurückhaltender verhielten. Während die Lagerflächenumsätze der Eigennutzer selbst in Krisenjahren stabil bleiben (2007-2009: +2,0 %), lässt sich hingegen bei den Umsätzen im Vermietungsbereich eine deutlich höhere Schwankungsbreite und Korrelation mit der weltwirtschaftlichen Entwicklung erkennen. So wurden 2010 wie erwähnt 55,9 % mehr Lagerfläche angemietet, nachdem die Lagerflächenumsätze 2009 um 35,0 % einbrachen. Zur Stärke des Gesamtmarktes trugen 2010 neben den großen fünf Ballungsregionen Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München auch die Räume Stuttgart/Heilbronn mit 217.000 m² und Hannover/Braunschweig mit 204.000 m² bei.

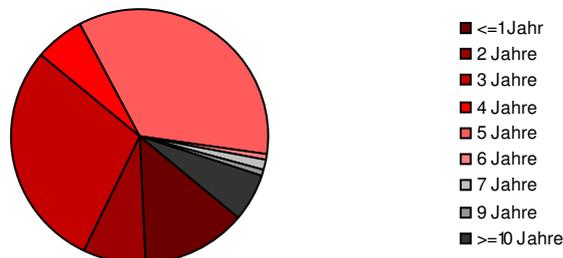
Lagerflächenumsätze Vermietungen/Eigennutzer bundesweit
(in m²; berücksichtigt sind Abschlüsse mit mehr als 5.000 m²)



Quelle: JonesLang LaSalle GmbH

Die hohe Volatilität der Lagerflächenumsätze im Logistikimmobilienvermietungs Bereich ist hauptsächlich mit der Struktur der Mietvertragslaufzeiten der abgeschlossenen Verträge zu erklären. Die hohe Anzahl an kurzfristigen Vermietungen in den Ballungszentren - der Anteil der Verträge mit einer Mietvertragslaufzeit bis 2 Jahre beträgt 21% - erlaubt es den Mietern sehr kurzfristig auf veränderte Rahmenbedingungen und erwartete Absatzschwankungen zu reagieren. Der Anteil der langfristigen Mietverhältnisse mit einer Laufzeit über fünf Jahren betrug zum 31. Dezember 2010 nur 9 %, wohingegen die BG AG zum Stichtag ihre Tiefkühl-Immobilien zu 100 % mit Laufzeiten von 10 Jahren vermietet hat.

Mitvertragslaufzeiten in den Top5-Ballungsräumen*



*Top5-Ballungsräume: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt inkl. Wiesbaden/Mainz, Hamburg, München

Quelle: JonesLang LaSalle GmbH

Der VDKL (Verband Deutscher Kühllhäuser und Kühllogistikunternehmen e.V.) gibt einen Überblick über die Auslastung der gewerblichen Kühllhäuser in Deutschland. Demnach lag die Auslastung der gewerblichen Kühllhäuser 2010 mit 70,8 % zwar 0,8 % unter dem Vorjahresniveau, doch seit Sommer 2010 sei ein klarer Aufwärtstrend zu spüren. Beispielsweise lag die Auslastung bereits im September 2010 mit 2,7 % deutlich über der des Vorjahres. Im Vergleich zum Gesamtmarkt wies die Mieterin MUK Logistik GmbH im Geschäftsjahr 2009 eine überdurchschnittlich hohe Auslastungsquote von durchschnittlich 83,7 % auf (Quelle: Konzernabschluss MUK AG zum 31.12.2009).

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

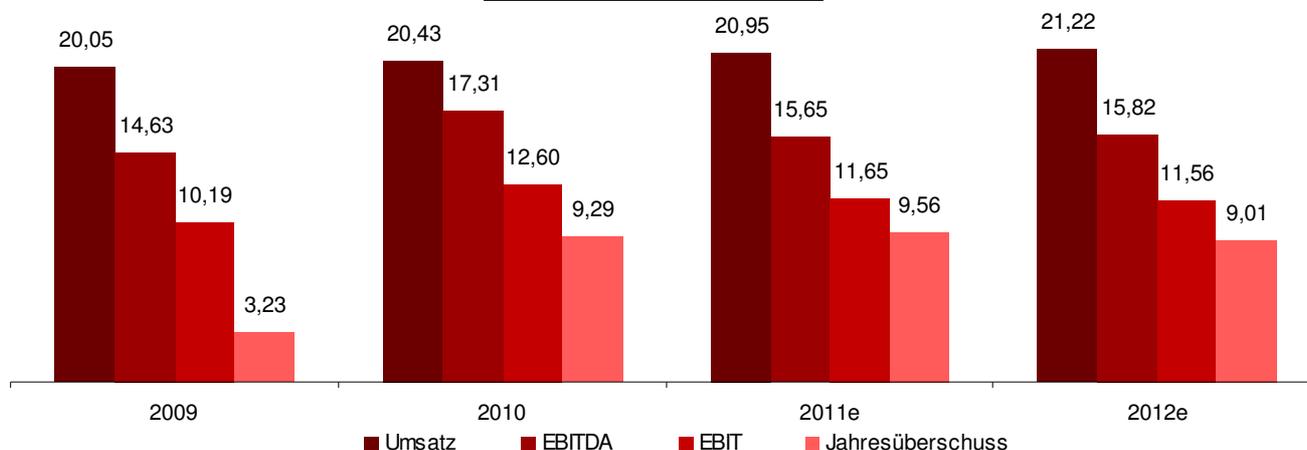
| GuV (in Mio. €) | GJ 2009 | in % | GJ 2010 | in % | GJ 2011e** | in % | GJ 2012e** | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Umsatzerlöse | 20,046 | 100,0% | 20,427 | 100,0% | 20,953 | 100,0% | 21,216 | 100,0% |
| sonstige betriebliche Erträge | 0,817 | 4,1% | 2,846 | 13,9% | 0,500 | 2,4% | 0,500 | 2,4% |
| Materialaufwand | -3,392 | -16,9% | -2,873 | -14,1% | -3,310 | -13,4% | -3,350 | -13,4% |
| Personalaufwand | -0,726 | -3,6% | -0,226 | -1,1% | -0,240 | -1,1% | -0,250 | -1,2% |
| Abschreibungen | -4,436 | -22,1% | -4,711 | -23,1% | -4,007 | -19,1% | -4,254 | -20,1% |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | -2,117 | -10,6% | -2,865 | -14,0% | -2,250 | -10,7% | -2,300 | -10,8% |
| EBIT | 10,192 | 50,8% | 12,598 | 61,7% | 11,646 | 58,0% | 11,562 | 56,9% |
| Erträge aus Beteiligungen | 0,300 | 1,5% | 1,512 | 7,4% | 1,300 | 6,2% | 1,400 | 6,6% |
| Erträge aus Ausleihungen des Finanzanlagevermögens | 0,416 | 2,1% | 0,385 | 1,9% | 0,400 | 1,9% | 0,400 | 1,9% |
| Zinserträge | 1,099 | 5,5% | 0,777 | 3,8% | 0,750 | 3,6% | 0,700 | 3,3% |
| Zinsaufwendungen | -1,532 | -7,6% | -1,461 | -7,2% | -2,150 | -10,3% | -2,800 | -13,2% |
| Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit | 10,475 | 52,3% | 13,811 | 67,6% | 11,946 | 59,4% | 11,262 | 55,4% |
| Außerordentliches Ergebnis | 0,300 | 1,5% | -0,916 | -4,5% | 0,000 | 0,0% | 0,000 | 0,0% |
| EBT | 10,775 | 53,8% | 12,895 | 63,1% | 11,946 | 59,4% | 11,262 | 55,4% |
| Steuern | -7,547 | -37,6% | -3,602 | -17,6% | -2,389 | -11,9% | -2,252 | -11,1% |
| Jahresüberschuss | 3,228 | 16,1% | 9,293 | 45,5% | 9,557 | 47,5% | 9,010 | 44,4% |

| | | | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA* | 14,628 | 17,309 | 15,653 | 15,816 |
| in % von den Umsatzerlösen | 73,0 | 84,7 | 74,7 | 74,6 |
| EBIT* | 10,192 | 12,598 | 11,646 | 11,562 |
| in % von den Umsatzerlösen | 50,8 | 61,7 | 55,6 | 54,5 |
| Aktienanzahl in Mio. Stück | 5,960 | 5,960 | 5,960 | 5,960 |
| Ergebnis je Aktie in € | 0,54 | 1,56 | 1,60 | 1,51 |
| Dividende je Aktie in € | 0,61 | 0,63 | 0,66 | 0,68 |

* Die Zahlen sind dargestellt wie berichtet und unbereinigt um Einmal- und Sondereffekte

** Schätzungen GBC

Zahlen im Überblick (in Mio. €)



Geschäftsentwicklung 2010 - Umsatz- und Ergebnisse weiter gesteigert

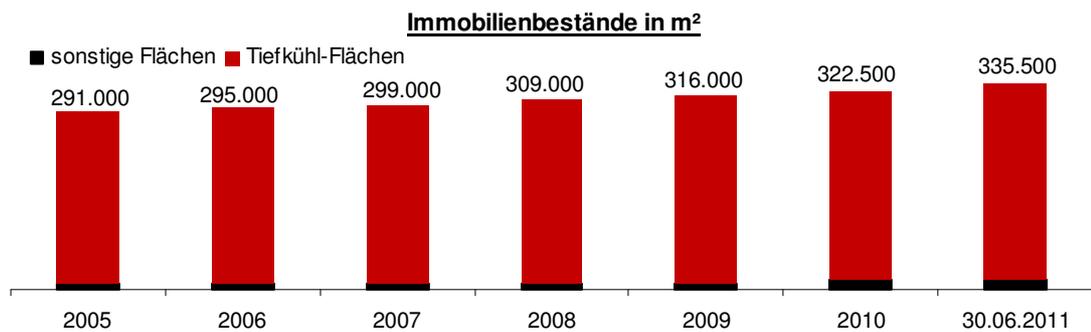
| in Mio. € | GJ 2009 | Δ 2009/2010 | GJ 2010 |
|------------------------|----------------|-------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 20,05 | +1,9 % | 20,43 |
| EBITDA (EBITDA-Marge)* | 14,63 (73,0 %) | +18,3 % | 17,31 (84,7 %) |
| EBIT (EBIT-Marge)* | 10,19 (50,8 %) | +23,6 % | 12,60 (61,7 %) |
| Jahresüberschuss | 3,23 | +187,9 % | 9,29 |
| EPS in € | 0,54 | +187,9 % | 1,56 |

Quelle: BG AG, GBC AG;

* Die Zahlen sind dargestellt wie berichtet und unbereinigt um Einmal- und Sondereffekte

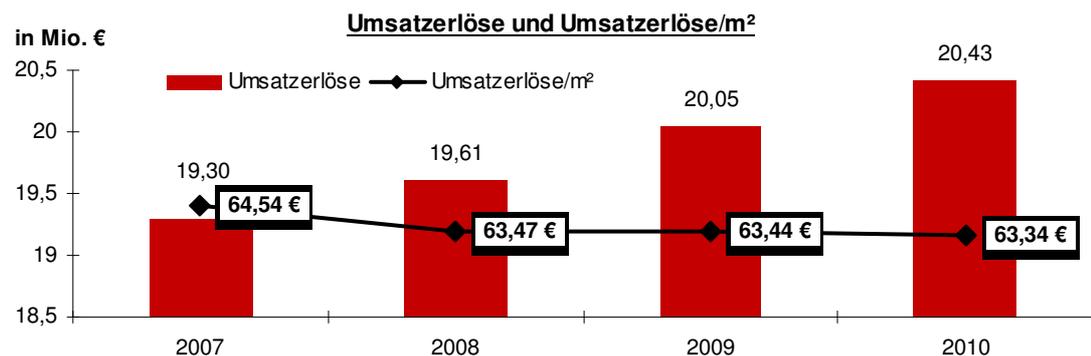
Umsatzentwicklung - neue Standorte führen zu Umsatzanstieg um +1,9 %

In den vergangenen Geschäftsjahren weitete die BG AG ihren Immobilienbestand sukzessive aus. Während das Unternehmen noch zum Ende des Geschäftsjahres 2007 23 Standorte im Konzernverbund zählte, wurde der Bestand im Geschäftsjahr 2009 durch zwei weitere Standorte in Hannover und Bamberg auf 25 Standorte ausgeweitet. Im Geschäftsjahr 2010 wurde zudem der Bau eines neuen Logistikzentrums am Standort Flörsheim bei Wiesbaden begonnen sowie das bestehende Logistikzentrum in Markgröningen erweitert. Beide Maßnahmen wurden im Jahr 2011 fertiggestellt und erhöhten den Flächenbestand auf 335.500 m² zum 30.06.2011. Dabei entfielen 95,4 % bzw. 320.000 m² der Gesamtfläche auf den Tiefkühlflächenbestand.



Quelle: BG AG, GBC AG

Die Immobilien im Logistikbereich sind zu 100 % an die beiden Schwesterunternehmen MUK Logistik GmbH und Transthermos GmbH vermietet. Die Mietverträge haben dabei eine langfristige Ausrichtung. Entsprechend stabil zeigten sich die Mieterträge in den vergangenen Jahren, die im Zuge der Neuerwerbe bzw. Neubauten sukzessive zulegten. Der Anstieg im Geschäftsjahr 2010 konnte darüber hinaus trotz neuer Mietvereinbarungen erreicht werden, welche eine Reduktion der Mieterlöse zur Folge hatten. Die Überkompensation rührte dabei insbesondere aus der Inbetriebnahme und Vermietung der neuen Logistikstandorte in Hannover und Bamberg Ende 2009 sowie der in 2010 erstmalig vollständigen Berücksichtigung der Mieterlöse des neuen Bürogebäudes am Standort Muggensturm, das neben einer bestehenden Kühlehalle errichtet wurde. Die durchschnittlichen Umsatzerlöse pro m² blieben indes über den Betrachtungszeitraum weitgehend stabil.

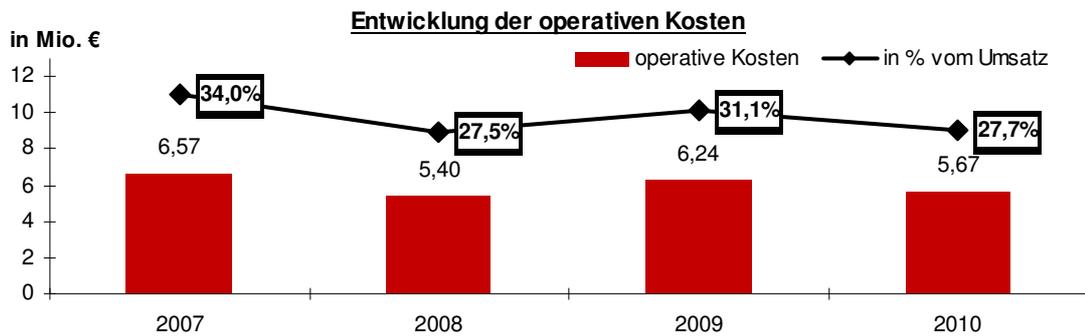


Quelle: BG AG, Berechnungen GBC AG

Ergebnisentwicklung - Kosten weiter gesenkt - Ergebnisse und Margen verbessert

Während die Umsatzerlöse einer stetigen Steigerung unterlagen, konnten die betrieblichen Kosten auf einem niedrigen Niveau gehalten werden. Während diese im Jahr 2007 noch bei 6,57 Mio. € lagen, betrug die Größenordnung in 2010 nur noch 5,67 Mio. €. Auch die Kostenquote hat sich im gleichen Zeitraum merklich von 34,0 % auf nunmehr 27,7 % verringert. Die Angaben in der nachfolgenden Grafik sind dabei um einmalige Sonderaufwendungen bereinigt. In 2010 ist zudem die Umgliederung des Zinsanteils der Pensionsrückstellungen vom Personalaufwand in den Zinsaufwand im Rahmen des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) berücksichtigt worden.

Insgesamt wird deutlich, dass die Kostenstruktur sehr schlank gehalten ist. Neben den beiden Vorständen sind keine weiteren Mitarbeiter beschäftigt. Darüber hinaus erschöpft sich der Materialaufwand im Wesentlichen in Instandhaltungs- und Wartungsaufwendungen. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen vor allem die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen.



Quelle: BG AG, Berechnung GBC AG; Operative Kosten um Einmal- und Sondereffekte bereinigt

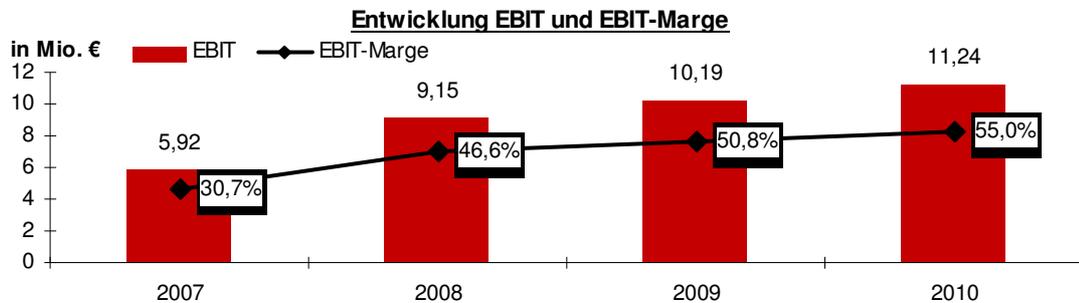
Im Zuge der Umsatzsteigerungen und den gleichzeitig stabilen operativen Kostenniveaus konnte auch das EBIT sukzessive gesteigert werden. So lag dieses in 2010 unbereinigt bei 12,27 Mio. €. Hierin sind einige Sondereffekte enthalten gewesen. Um diese Effekte bereinigt lag das EBIT bei 11,24 Mio. Im Einzelnen weicht das bereinigte EBIT um folgende Sondereffekte ab:

- Der Verkaufspreis der Kühlanlagen lag bei 7,2 Mio. €, wohingegen der Buchwert bei 4,9 Mio. € angesetzt war. Die Differenz von ca. 2,3 Mio. € wurde gewinnerhöhend in den sonstigen betrieblichen Erträgen verbucht. Der Ertrag ist als einmalig anzusehen.
- Im Zuge des BilMoG werden die Aufwendungen aus der Aufzinsung der Pensionsrückstellungen nicht mehr unter dem Personalaufwand ausgewiesen, sondern im Zinsaufwand verbucht. Um die Vergleichbarkeit gegenüber den Vorjahren aufrecht zu erhalten, wurde das EBIT um den entsprechenden Betrag von 0,3 Mio. € bereinigt.
- In den sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind angefallene Kosten aus der Einstellung einer geplanten Erweiterung des Logistikzentrums Garching in Höhe von 0,6 Mio. € enthalten. Da die Erweiterung auf Grund von Unwirtschaftlichkeit eingestellt wurde, sind diese Vorbereitungskosten als *Sunk Cost* zu betrachten. Entsprechend ist der Aufwand als nicht wiederkehrend zu kategorisieren.



Quelle: BG AG, Berechnung GBC AG

Insgesamt konnte das EBIT auch unter Berücksichtigung der Bereinigung eine Steigerung gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 10,3 % verzeichnen. Auch die bereinigte EBIT-Marge legte weiter auf nunmehr 55,0 % zu. Zu dem Anstieg der EBIT-Marge haben neben der Kostendisziplin und den gesteigerten Umsätzen auch die neu vereinbarten Mietverträge, wonach die laufenden Instandhaltungskosten vom Mieter zu tragen sind, beigetragen. Während dies auf der einen Seite zu einer Reduktion der Mieteinnahmen von 1 Mio. € führte, verringerte sich auch der entsprechende Aufwand für Instandhaltungsaufwendungen. Die Instandhaltungskosten waren vor diesem Hintergrund in 2010 um 0,55 Mio. € auf 1,61 Mio. € rückläufig.



Quelle: BG AG, GBC AG; EBIT-Zahlen 2007 und 2010 bereinigt um Einmal- und Sondereffekte

Das Finanzergebnis konnte ebenfalls deutlich verbessert ausgewiesen werden. Nach 0,28 Mio. € in 2009 lag dieses im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 bei 1,21 Mio. €. Hauptsächlich für diesen Anstieg war ein deutlich erhöhter Beteiligungsertrag aus der SINAT GmbH & Co. Objekt Böblingen KG. Die Gesellschaft verbuchte im abgelaufenen Geschäftsjahr ein merklich erhöhtes Jahresergebnis, so dass eine entsprechend höhere Gewinnzuweisung zu Buche stand.

Die Zinsaufwendungen waren in 2010 rückläufig. Zwar erhöhte sich der Bestand an Verbindlichkeiten gegenüber Banken auf Grund der verschiedenen Neubauaktivitäten und damit auch die Zinsen auf Bankdarlehen (2009: 0,78 Mio. €, 2010: 0,85 Mio. €), jedoch fielen die Zinsen auf Steuernachzahlungen mit 0,25 Mio. € signifikant niedriger aus als im Vorjahr (2009: 0,67 Mio. €). Hintergrund des hohen Betrages im Vorjahr war die Bildung einer Gewerbesteuerückstellung für die Geschäftsjahre 2007-2009 in Höhe von 3,5 Mio. €, für welche eine entsprechende Zinsbelastung anfiel. Belastend auf das Zinsergebnis wirkte sich hingegen die Umgliederung der Aufwendungen für die Aufzinsung von Pensionsrückstellungen gemäß den Vorschriften des BilMoG aus. In diesem Zusammenhang fiel der Zinsaufwand in 2010 um 0,30 Mio. € höher aus. Im Vorjahr wurde der betreffende Betrag im Personalaufwand verbucht.



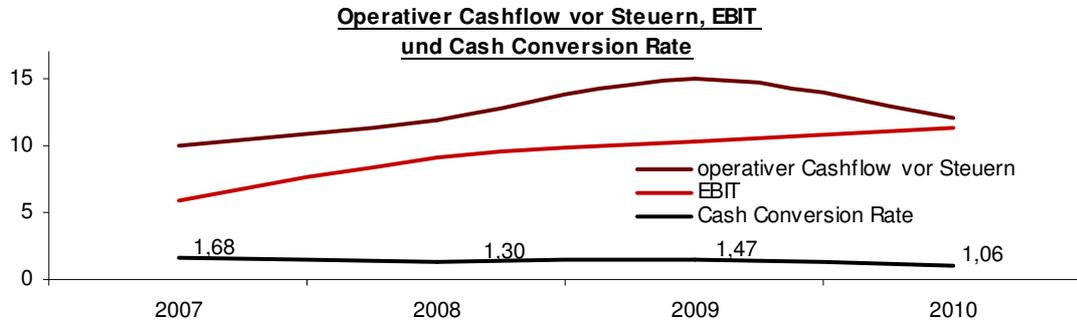
Quelle: BG AG, GBC AG

Auf Grund des insgesamt verbesserten Finanzergebnisses erhöhte sich auch der Zinsdeckungsgrad (Interest Coverage Ratio) in 2010 weiter. Mit 7,69 liegt der Quotient zwischen EBIT (bereinigt) und Zinsaufwand nochmals leicht oberhalb des ohnehin schon starken Vorjahreswertes. Die Werte indizieren eine sehr hohe Zinsdeckung über den gesamten Betrachtungszeitraum der vergangenen vier Jahre.

Das Vorsteuerergebnis war im Geschäftsjahr 2010 zudem durch außerordentliche Aufwendungen im Zusammenhang mit geänderten Berechnungsregeln im Rahmen des BilMoG

belastet. Die Berechnungsänderung führte zu einer außerordentlichen Erhöhung der Pensionsrückstellungen um 0,92 Mio. €. Dieser Betrag wird gemäß den Vorschriften der HGB-Bilanzierung als außerordentliches Ergebnis ausgewiesen. Auf Grund des Ausweises an dieser Stelle hatte die Berechnungsänderung keine Auswirkungen auf das EBIT. Lediglich der Jahresüberschuss wird entsprechend gemindert. Darüber hinaus ist der Aufwand nicht cashwirksam.

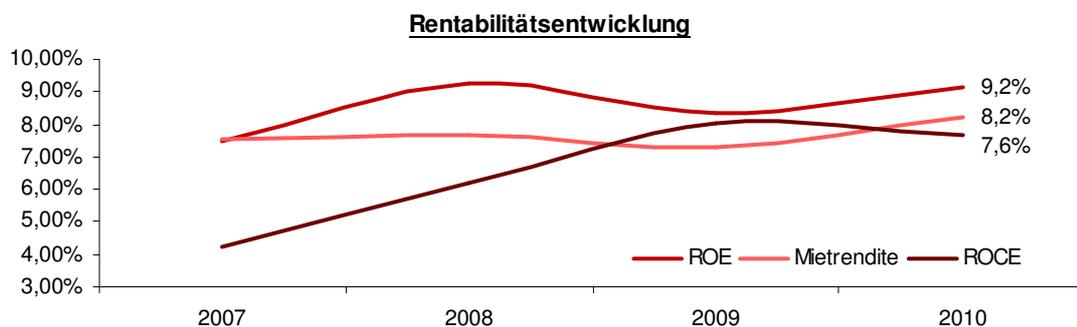
Rentabilität und Ergebnisqualität - hohe Ergebnisqualität und gute Renditen



Quelle: BG AG, GBC AG

Während das EBIT über die vergangenen Geschäftsjahre stetig gesteigert werden konnte, lag der operative Cashflow (vor Steuern) jeweils oberhalb des EBIT-Niveaus. Daraus errechnete sich in jedem der Geschäftsjahre im Betrachtungszeitraum eine Cash Conversion Rate (operativer Cashflow vor Steuern/EBIT) oberhalb der Marke von 1 (siehe Grafik oben). Dies indiziert nicht nur eine gute Ergebnisqualität, sondern macht auch deutlich, dass diese mit einer hohen Kontinuität erwirtschaftet wird. Es ist zudem davon auszugehen, dass auch in den kommenden Jahren vergleichbar gute Werte erzielt werden können.

Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Betrachtung der über die vergangenen Geschäftsjahre erzielten Renditen. Auf Grund der stabilen Mietverhältnisse verhielt sich die Variabilität der Mietrendite (Mieterlöse/Immobilienbestand zu historischen Anschaffungskosten) auf einem nahezu durchgehend konstanten Niveau von 7-8 %. Aber auch die Kapitalrenditen machen deutlich, dass eine hohe Wertschöpfung im Unternehmen stattfindet. So lag die Verzinsung des Capital Employed (=eingesetztes Kapital), Return on Capital Employed (ROCE) im Geschäftsjahr 2010 bei 7,6 %. Über die vergangenen Jahre konnte dieser Wert sogar deutlich gesteigert werden, was insbesondere auf die Steigerung des EBIT zurückzuführen ist. Auch die Eigenkapitalrendite (Return on Equity = ROE) zeigte eine vergleichbare Entwicklung auf und lag in 2010 mit 9,2 % auf einem für Immobilienunternehmen überdurchschnittlich hohen Niveau.



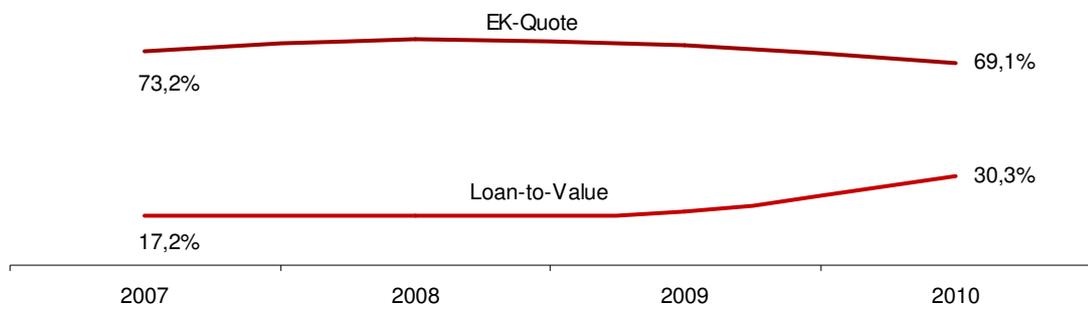
Quelle: BG AG; Berechnungen GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation - Niedrige Verschuldung und hohes Eigenkapital

| in Mio. € | GJ 2008 (IFRS-Basis) | GJ 2009 (HGB-Basis) | GJ 2010 (HGB-Basis) |
|-------------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| Eigenkapital | 119,67 | 104,95 | 107,45 |
| EK-Quote | 77,3 % | 75,4 % | 69,1 % |
| Finanzverbindlichkeiten | 16,90 | 17,48 | 32,14 |
| Immobilienvermögen | 98,73 | 95,07 | 106,09 |
| Finanzvermögen | 54,56 | 42,21 | 46,83 |

Die Aktivseite der BG AG ist typischerweise dominiert vom Immobilienvermögen, das mit 106,09 Mio. € rund 68,2 % der Bilanzsumme ausmacht. Die weiteren Aktivpositionen setzen sich zudem überwiegend aus Darlehensforderungen zusammen. Im Wesentlichen sind dabei ein als Ausleihung an verbundene Unternehmen ausgewiesenes Darlehen an die SINAT GmbH & Co. Objekt Böblingen KG in Höhe von 7,0 Mio. € sowie eine Darlehensforderung an die Doblinger Beteiligung GmbH in Höhe von 27,3 Mio. € zu nennen. Letztere ist in Höhe des Leitzinses der Europäischen Zentralbank zuzüglich 1,7 % verzinst und hat eine Laufzeit bis zum 31.01.2012.

Verschuldungsrelationen

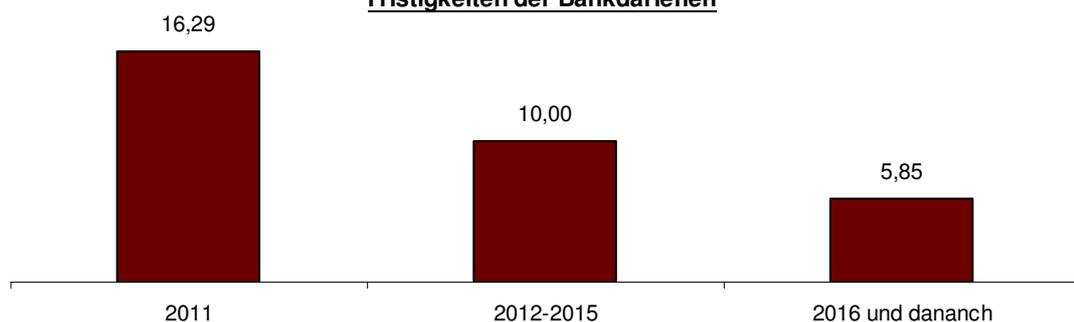


Quelle: BG AG; Berechnungen GBC AG

Auf der anderen Seite machen die Bankverbindlichkeiten mit 32,14 Mio. € bzw. 20,7 % der Bilanzsumme einen vergleichsweise geringen Anteil aus. Hierin spiegelt sich auch die lange Historie des Unternehmens wider. Entsprechend gering fällt auch der Loan-to-Value aus, der mit 30,3 % zum 31.12.2010 deutlich unterhalb des Branchenschnitts lag. Der Anstieg im Vergleich zum Vorjahr resultiert indes aus der Finanzierung des Grundstückserwerbs sowie dem Neubau am Standort Flörsheim und dem Erweiterungsbau am Standort Markgröningen.

Die Finanzierung dieser Maßnahmen erfolgte zunächst aus bestehenden Kreditlinien sowie kurzfristigen Zwischenfinanzierungen. Aus diesem Grund erhöhte sich der Bestand an kurzfristig fälligen Bankdarlehen auf 16,29 Mio. €. Die Investitionen werden nach Fertigstellung der Baumaßnahmen langfristig refinanziert. Angesichts der derzeitigen günstigen Kreditkonditionen gehen wir davon aus, dass die Refinanzierung zu Zinssätzen in Höhe von rund 4 % erfolgen kann. Die Möglichkeit der Refinanzierung an sich sehen wir indes angesichts der starken bilanziellen Relationen in keiner Weise gefährdet.

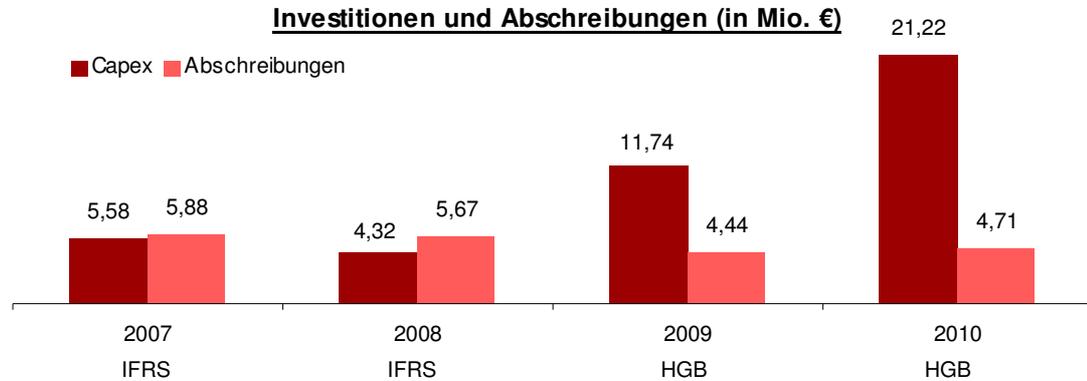
Fristigkeiten der Bankdarlehen



Quelle: BG AG; Berechnungen GBC AG

Im Vergleich mit anderen Immobilienunternehmen erscheinen die Bilanzrelationen der BG AG, wie bereits erwähnt, sehr solide. Auch die Eigenkapitalquote in Höhe von 69,1 % zum Ende des Geschäftsjahres 2010 bestätigt dies. Der leichte Rückgang gegenüber den vergangenen Geschäftsjahren ist auf die getätigten Investitionen in Flörsheim und Markgröningen zurückzuführen.

Investitionen und Investitionsplanung - Modernisierung zur Energieeffizienz



Quelle: BG AG; Berechnungen GBC AG

Nachdem in den Jahren 2007 und 2008 nur moderate Investitionstätigkeiten stattgefunden haben, welche jeweils unterhalb des Niveaus der Abschreibungen lagen, wurde die Investitionsaktivität in 2009 und 2010 merklich erhöht. Während die Investitionen in 2009 insbesondere die Standorte Berlin, Garbsen, Bamberg und Muggensturm betrafen, erhöhten sich die Investitionen in 2010 vor allem auf Grund des Grundstückserwerbs und dem Neubau eines Logistikzentrums am Standort Flörsheim sowie der Erweiterung des bestehenden Logistikzentrums am Standort Markgröningen.

Im bisherigen Jahresverlauf 2011 wurde zudem ein weiteres Grundstück, angrenzend an das bestehende Kühlhaus in Dissen, erworben. Der Kaufpreis für das aus der Insolvenzmasse erworbene Gelände belief sich auf 0,2 Mio. €. Der Erwerb erfolgte, da der Standort in absehbarer Zukunft eine Erweiterung erfahren soll. Des Weiteren sind für das laufende Geschäftsjahr 2011 keine weiteren Immobilienerwerbe geplant. Jedoch behält sich das Unternehmen vor opportunistisch zu agieren, wenn sich geeignete Gelegenheiten, vergleichbar der am Standort Dissen, ergeben. Dabei werden Erwerbe grundsätzlich in enger Absprache mit den beiden Hauptmietern getätigt.

Für das laufende sowie kommende Geschäftsjahr schlägt sich neben der regelmäßigen Modernisierung der bestehenden Immobilien insbesondere die Fertigstellung der beiden Standorte Flörsheim und Markgröningen in den Investitionen nieder. Während die Erweiterung in Markgröningen im April 2011 abgeschlossen werden konnte, sind die Arbeiten in Flörsheim seit Mai 2011 beendet. Beide Objekte wurden bereits an die Mieter übergeben. In 2012 sollte das geplante Investitionsvolumen dann insbesondere am Standort Dissen Verwendung finden. Insgesamt sollen in 2012 und 2013 an fünf Standorten Modernisierungsinvestitionen vorgenommen werden, mit einem Gesamtvolumen von erwartungsgemäß 20 Mio. €.

Ein wesentlicher Teil der geplanten Investitionen in 2011, 2012 und 2013 sollte zudem in die Verbesserung der Energieeffizienz der bestehenden Gebäude fließen, um die Energiekosten zu senken. Für Logistikunternehmen sind Energieeinsparungen in den letzten Jahren vor dem Hintergrund steigender Benzin-, Diesel- und Elektrizitätspreise ein immer bedeutenderer Rentabilitätsfaktor geworden. Dies wird für die Mieter der BG AG auch in den kommenden Jahren ein entscheidendes Thema bleiben. Investitionen in eine verbesserte Dämmung oder energieoptimierte Vorrichtung sind damit unerlässlich.

Zudem werden Investitionen in die Erhöhung der Leistungsfähigkeit der Standorte fließen. Das wachsende Transportaufkommen bei den Mietern erfordert die Ausweitung der Ladeflächen, der Lade- und Parkzonen sowie der Laderampen, um die Umschlagseffizienz zu erhöhen, aber gleichzeitig die Qualität der Waren, etwa durch zu stark schwankende Temperaturen beim Verladeprozess, nicht zu beeinträchtigen.

SWOT - ANALYSE Bayerische Gewerbebau AG

Stärken

- Deutschlandweites Netz von 25 Logistikzentren ermöglicht eine langfristige Bindung der Mieter
- Stabile Mieterlöse durch langfristige Mietverträge im Tiefkühl-Bereich mit zwei der führenden Tiefkühl-Logistikunternehmen Deutschlands
- Flache Kostenstruktur ermöglicht hohe Margenniveaus und im Branchenvergleich überdurchschnittliche Kapitalrenditen
- Geringer Verschuldungsgrad und hohe Eigenkapitalquote ermöglichen günstige Finanzierungskonditionen und eine niedrige Zinsbelastung

Schwächen

- Abhängigkeit von den zwei Hauptmietern MUK Logistik GmbH und Transthermos GmbH
- Zukünftige Expansion des Immobilienbestandes unterliegt einer Abhängigkeit der operativen Entwicklung der beiden Hauptmieter
- Ausgegebene Darlehen an die Doblinger Beteiligung GmbH sowie die SINAT GmbH & Co. Objekt Böblingen KG stehen nicht unmittelbar zur Finanzierung von Investitionsvorhaben zur Verfügung

Chancen

- Das gesamte Logistikaufkommen in Deutschland sollte auch in den kommenden Jahren weiter zunehmen
- Der deutsche Tiefkühllebensmittelmarkt unterliegt seit vielen Jahren einem aufwärts gerichteten Trend. Eine Fortsetzung dieser Entwicklung ist zu erwarten
- Der Markt für Tiefkühllogistikimmobilien ist gesättigt. Markteintritte neuer Wettbewerber und damit steigender Wettbewerbsdruck ist vor diesem Hintergrund nicht zu erwarten
- Die beiden Hauptmieter sind zwei der führenden Tiefkühllogistikunternehmen Deutschlands. Ein Wachstum dieser begünstigt auch die Geschäftsentwicklung der BG AG

Risiken

- Die gesetzlichen Anforderungen an Tiefkühlimmobilien sind sehr komplex. Änderungen in der Gesetzgebung könnten einen erheblichen Investitionsbedarf nach sich ziehen
- Mit steigenden Energiekosten werden Logistikdienstleistungen ein zunehmender Kostenfaktor, was zu Mietpreissenkungen seitens der Mieter führen könnte
- Steigende Zinsniveaus könnten die Refinanzierung bzw. die Finanzierung von neuen Bauvorhaben verteuern
- Steigende Immobilien- und Baupreise könnten die zukünftige Expansion des Unternehmens verteuern

Prognose und Modellannahmen - Neubauten führen zu weiterem Umsatzanstieg

| in Mio. € | GJ 2010 | GJ 2011e** | GJ 2012e** |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| Umsatzerlöse | 20,43 | 20,95 | 21,22 |
| EBITDA (Marge)* | 15,95 (78,1 %) | 15,65 (74,7 %) | 15,82 (74,6 %) |
| EBIT (Marge)* | 11,24 (55,0 %) | 11,65 (55,6 %) | 11,56 (54,5 %) |
| Jahresüberschuss | 9,29 | 9,56 | 9,01 |
| EPS | 1,56 | 1,60 | 1,51 |

Quelle: GBC AG; Berechnungen GBC AG; * bereinigt um Einmal- und Sondereffekte; ** Schätzungen GBC

Umsatzprognosen - zwei neue Standorte heben die Umsatzniveaus in 2011/2012

Die Umsatzerlöse sollten im Geschäftsjahr 2011 weiterhin eine nach oben gerichtete Entwicklung aufweisen. Hierbei wirkt sich insbesondere die Fertigstellung des neuen Standortes in Flörsheim im Mai 2011 sowie die Fertigstellung des Erweiterungsbaus in Markgröningen positiv aus. Das Anfang 2011 aus einer Insolvenzmasse erworbene Nachbargrundstück am Standort Dissen sollte in 2011 noch keinen Umsatzbeitrag leisten, da eine Errichtung eines Gebäudes erst in den kommenden Jahren zu erwarten ist.

Zum Ende des Geschäftsjahres 2010 verfügte die BG AG über einen Flächenbestand von 322.500 m². Nach Beendigung der Bauarbeiten an den beiden Standorten Flörsheim und Markgröningen lag die Gesamtfläche bei 335.500 m². Die Differenzfläche wird entsprechend mit Fertigstellung zu einer Erhöhung der Mieterlöse führen.

| | |
|--|------------------------|
| Flächenbestand zum 31.12.2010 | 322.500 m ² |
| Flächenbestand zum 01.06.2011 | 335.500 m ² |
| Differenzfläche | 13.000 m ² |
| Durchschnittliche Mieterträge pro m ² und Monat | 5,06 € |
| Zusätzliche Mieteinnahmen von Mai - Dezember 2011 | 0,53 Mio. € |
| Zusätzliche Mieteinnahmen im Geschäftsjahr 2012 | 0,79 Mio. € |

Quelle: Berechnungen GBC AG

Entsprechend den zusätzlichen Mieteinnahmen sollten sich die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2011 um 0,53 Mio. € auf dann 20,95 Mio. € erhöhen. Im Geschäftsjahr 2012 werden sich die Maßnahmen an den Standorten Flörsheim und Markgröningen dann erstmals in voller Höhe auswirken und zu einem Umsatzbeitrag von ca. 0,79 Mio. € führen. Entsprechend errechnen sich erwartete Umsatzerlöse für diese Periode in Höhe von 21,22 Mio. €.

Weitere Flächen- bzw. Immobilienerwerbe sind in diesen Umsatzprognosen indes nicht enthalten. Für das laufende Geschäftsjahr 2011 sieht die Unternehmensplanung keine Erweiterung des Flächenbestandes vor. Das Management nutzt opportunistisch Möglichkeiten zum Erwerb von Flächen, sollte sich eine geeignete Möglichkeit ergeben. Ein Beispiel hierfür ist der Erwerb eines Nachbargrundstückes am Standort Dissen im Frühjahr 2011, das im Rahmen einer Insolvenz erworben wurde.

Das Mietrisiko ist zudem sehr gering, da die Mietverträge mit den beiden Hauptmietern Transthermos GmbH und MUK Logistik GmbH langfristig geschlossen und erst zum 01.01.2010 mit einer Laufzeit von 11 Jahren verlängert wurden. Den Ausfall von bestehenden Mieterlösströmen schätzen wir damit, auch vor dem Hintergrund der hohen Bonität der Mieter, als außerordentlich gering ein. Auch eine Schwankung der Mieterlöse aufgrund wechselnder Auslastungen der Mietflächen ist sehr unwahrscheinlich. Die Vermietungsquote der Tiefkühlimmobilien beträgt derzeit 100 %, woran sich auf Grund der genannten Mietverträge auch in den kommenden Jahren nichts ändern wird. Neue Standorte werden nur in enger Absprache mit den Mietern getroffen, womit auch kein Leerstandsrisiko aus neuen Gebäuden entstehen kann.

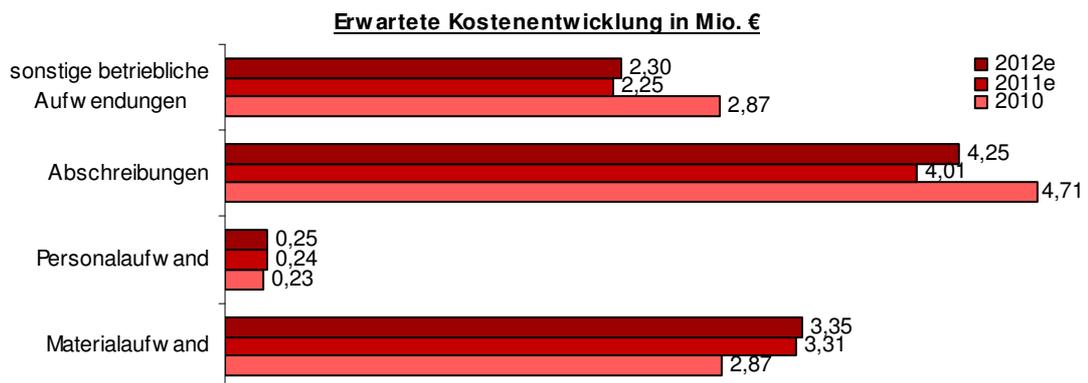
Ergebnisprognosen - weitere Kostensenkungen bringen Margensteigerungen

Die sonstigen betrieblichen Erträge sollten in 2011 deutlich unterhalb des Niveaus von 2010 liegen, da der einmalige Sonderertrag aus dem Verkauf der Kälteanlagen in Höhe von 2,27 Mio. € entfällt. Sonstige Einmalserträge haben wir ebenfalls nicht angenommen.

Der Materialaufwand sollte demgegenüber leicht erhöht ausfallen, da die Instandhaltungsaufwendungen im Zuge der Modernisierungs- und Erweiterungsmaßnahmen voraussichtlich leicht verstärkt werden. Während in 2010 Instandhaltungsaufwendungen in Höhe von 1,61 Mio. € anfielen, sollten diese in 2011 sowie 2012 bei 2,00 Mio. € liegen.

Der Personalaufwand wird erwartungsgemäß auch im Geschäftsjahr 2011 auf einem vergleichbar niedrigem Niveau wie 2010 verharren. Durch die Änderungen des BilMoG werden die Zinsaufwendungen des Pensionsaufwands seit dem Geschäftsjahr 2010 im Zinsaufwand ausgewiesen. Die Einstellung weiterer Mitarbeiter neben den beiden Vorstandsmitgliedern ist nicht zu erwarten. Wir rechnen daher mit einem nur leichten Anstieg auf 0,24 Mio. € (2010: 0,23 Mio. €).

Die Abschreibungen werden gemäß unseren Prognosen in 2011 rückläufig sein. Durch den Verkauf der Kälteanlagen entfallen in 2011 zusätzliche Abschreibungsaufwendungen in Höhe von rund 1 Mio. €. Zudem werden neu errichtete Gebäude durch eine Änderungen der Abschreibungsbilanzierung anstelle von bisher über 33 Jahre nun über 46 Jahre abgeschrieben. Auf die neu errichteten Gebäude in Flörsheim und Markgröningen fallen entsprechend niedrigere Abschreibungen an. In der Folge gehen wir für 2011 von einem gegenüber 2010 sinkenden Abschreibungsvolumen in Höhe von 4,01 Mio. € aus.



Quelle: Berechnungen GBC AG

Nicht zuletzt gehen wir auch davon aus, dass auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen einen Rückgang erfahren werden. Diese Erwartung basiert vornehmlich auf der Annahme, dass die einmaligen Planungs- und Gutachterkosten für die ursprünglich geplante Standorterweiterung in Garching in Höhe von 0,6 Mio. € nicht wieder anfallen werden.

Darüber hinaus wird auch der Wechsel des Börsensegments in den m:access zu einer Kostentlastung führen, die vom Management auf rund 0,1 Mio. € pro Jahr beziffert wird. Da der Segmentwechsel bereits im Dezember 2010 erfolgt ist, wird sich diese Kostensparnis bereits vollständig im Jahr 2011 auswirken.

Da die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen enthaltenen Verwaltungsaufwendungen und Erbbauzinsaufwendungen ansonsten voraussichtlich in nahezu unveränderter Höhe anfallen sollten, erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2011 einen Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 2,25 Mio. € (2010: 2,87 Mio. €).

Die Finanzerträge werden erwartungsgemäß etwas niedriger ausfallen als im Vorjahr. Während wir die Zinserträge aus Beteiligungen unverändert erwarten (2010: 0,39 Mio. €), sollte die Gewinnzuweisung der SINAT GmbH & Co. Objekt Böblingen KG mit 1,3 Mio. € leicht unterhalb des Niveaus von 2010 liegen (2010: 1,51 Mio. €). Hintergrund ist dabei ein erwartungsgemäß erhöhter Instandhaltungsaufwand für das Objekt.

Entsprechend der erwähnten Kostenreduzierungen erwarten wir einen Anstieg des bereinigten EBIT auf 11,65 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von dann 55,6 %. Bereinigt um die Sonderaufwendungen im Jahr 2010 entspricht dies einem Anstieg um 3,6 %. In 2012 erwarten wir dann hingegen einen leichten Rückgang des EBIT auf 11,56 Mio. €, was auf erhöhte Abschreibungen im Zuge der Investitionstätigkeit zurückzuführen sein sollte.

Der Zinsaufwand aus Bankdarlehen wird sich hingegen in 2011 voraussichtlich erhöhen. Hintergrund sind der erhöhte Kreditbestand zum Jahresende 2010 sowie die weiteren Investitionsvorhaben in 2011. Die kurzfristigen Kreditlinien, die in 2010 für die Investitionen in die Standorte Flörsheim und Markgröningen aufgenommen wurden, werden in 2011 langfristig refinanziert. Der Refinanzierungszinssatz dürfte gemäß unseren Schätzungen bei rund 4 % liegen. Insgesamt sollte der Kreditbestand in 2011 um rund 6 Mio. € auf 38 Mio. € zulegen. Der Zinsaufwand aus Bankdarlehen läge vor diesem Hintergrund dann bei ca. 1,60 Mio. €. Der durchschnittliche Zinssatz berechnet sich damit auf 4,2 %.

Im Geschäftsjahr 2012 sollte sich der Kreditbestand vor dem Hintergrund der geplanten Investitionen dann auf über 50 Mio. € erhöhen, mit einer entsprechend erhöhenden Auswirkung auf den Zinsaufwand aus Bankdarlehen, welchen wir dann mit 2,23 Mio. € erwarten.

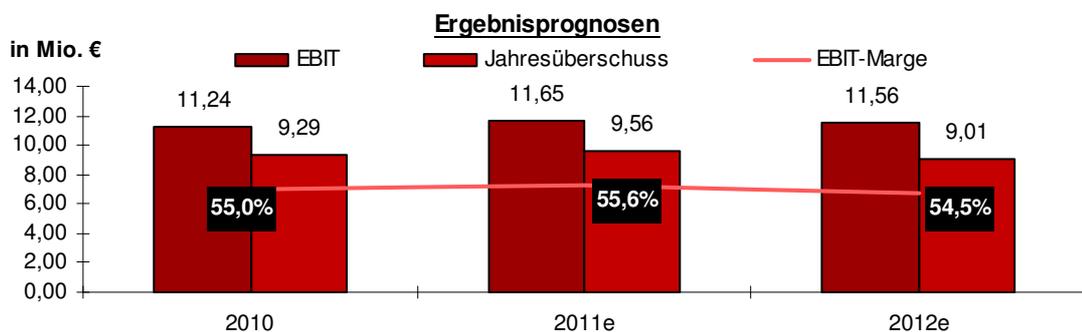
Kongruent zum Geschäftsjahr 2010 werden die Aufwendungen aus der Aufzinsung der Pensionsrückstellungen gemäß dem BilMoG im Zinsergebnis ausgewiesen. Die Höhe dieses Betrages erwarten wir hingegen mit 0,30 Mio. € in 2011 und 2012 unverändert.

Insgesamt sollte das Finanzergebnis in Summe vor den genannten Gründen in 2011 mit 0,30 Mio. € leicht positiv (2010: 1,2 Mio. €) und in 2012 mit -0,30 Mio. € auf Grund der erhöhten Kreditbelastungen negativ ausfallen.

Außerordentliche Aufwendungen und Erträge haben wir für die Geschäftsjahre 2011 und 2012 nicht berücksichtigt, da solche derzeit nicht zu erwarten sind.

Die Steuerquote haben wir mit 20 % berücksichtigt. Auf Grund der ausschließlichen Betätigung im Bereich der Vermietung von Immobilien eigenen Vermögens kommt bei der BG AG ausschließlich der Körperschaftsteuersatz und Solidaritätszuschlag zum Tragen. Steuerliche Sondereffekte (Rückstellungsbildung und Steuernachzahlung) wie im Jahr 2009 sind im Prognosezeitraum nicht zu erwarten.

Insgesamt prognostizieren wir auf Grund der vorhergehend beschriebenen Erwartungen einen Jahresüberschuss in Höhe von 9,56 Mio. € für das Geschäftsjahr 2011. Damit liegt unsere Erwartung deutlich oberhalb der Prognose des Vorstandes von 8,50 Mio. €. In 2012 sollte der Jahresüberschuss dann im Zuge erhöhten Abschreibungen und Zinsaufwendungen leicht auf 9,01 Mio. € zurückgehen.



Quelle: Berechnungen GBC AG

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Bayerische Gewerbebau AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 18-20), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 74,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 20,0 % 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 ebenfalls 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Bayerischen Gewerbebau 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 %.

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 0,86.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,96 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,65 %.

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 2012 entspricht als **Kursziel 32,00 €**.

Bayerische Gewerbebau AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|--------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 2,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 74,5% | ewige EBITA - Marge | 57,9% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 3,5% | effektive Steuerquote im Endwert | 20,0% |
| Working Capital zu Umsatz | -26,0% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in TEUR | estimate | | | consistency | | | | | final Endwert |
|---------------------------------|----------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | |
| Umsatz (US) | 20,95 | 21,22 | 21,64 | 22,07 | 22,51 | 22,97 | 23,42 | 23,89 | |
| US Veränderung | 2,6% | 1,3% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 0,19 | 0,17 | 0,17 | 0,18 | 0,19 | 0,20 | 0,21 | 0,22 | |
| EBITDA | 15,65 | 15,82 | 16,12 | 16,44 | 16,77 | 17,11 | 17,45 | 17,80 | |
| EBITDA-Marge | 74,7% | 74,5% | 74,5% | 74,5% | 74,5% | 74,5% | 74,5% | 74,5% | |
| EBITA | 11,65 | 11,56 | 11,86 | 12,11 | 12,54 | 12,97 | 13,40 | 13,84 | |
| EBITA-Marge | 55,6% | 54,5% | 54,8% | 54,9% | 55,7% | 56,5% | 57,2% | 57,9% | 57,9% |
| Steuern auf EBITA | -2,33 | -2,31 | -2,37 | -2,42 | -2,51 | -2,59 | -2,68 | -2,77 | |
| zu EBITA | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| EBI (NOPLAT) | 9,32 | 9,25 | 9,49 | 9,69 | 10,03 | 10,37 | 10,72 | 11,07 | |
| Kapitalrendite | 9,3% | 8,9% | 8,1% | 8,2% | 8,7% | 9,2% | 9,7% | 10,3% | 10,8% |
| Working Capital (WC) | -5,73 | -5,50 | -5,63 | -5,74 | -5,85 | -5,97 | -6,09 | -6,21 | |
| WC zu Umsatz | -27,4% | -25,9% | -26,0% | -26,0% | -26,0% | -26,0% | -26,0% | -26,0% | |
| Investitionen in WC | 0,31 | -0,23 | 0,13 | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 109,78 | 122,03 | 124,27 | 121,43 | 118,69 | 116,05 | 113,50 | 111,04 | |
| AFA auf OAV | -4,01 | -4,25 | -4,26 | -4,34 | -4,24 | -4,14 | -4,05 | -3,96 | |
| AFA zu OAV | 3,7% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | 3,5% | |
| Investitionen in OAV | -7,70 | -16,50 | -6,50 | -1,50 | -1,50 | -1,50 | -1,50 | -1,50 | |
| Investiertes Kapital | 104,05 | 116,53 | 118,64 | 115,69 | 112,84 | 110,08 | 107,41 | 104,83 | |
| EBITDA | 15,65 | 15,82 | 16,12 | 16,44 | 16,77 | 17,11 | 17,45 | 17,80 | |
| Steuern auf EBITA | -2,33 | -2,31 | -2,37 | -2,42 | -2,51 | -2,59 | -2,68 | -2,77 | |
| Investitionen gesamt | -7,39 | -16,73 | -6,37 | -1,39 | -1,39 | -1,38 | -1,38 | -1,38 | |
| Investitionen in OAV | -7,70 | -16,50 | -6,50 | -1,50 | -1,50 | -1,50 | -1,50 | -1,50 | |
| Investitionen in WC | 0,31 | -0,23 | 0,13 | 0,11 | 0,11 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | 5,94 | -3,23 | 7,38 | 12,64 | 12,88 | 13,13 | 13,39 | 13,65 | 197,98 |

| | | |
|-------------------------------------|--------|--------|
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 177,34 | 192,36 |
| Barwert expliziter FCFs | 51,16 | 57,79 |
| Barwert des Continuing Value | 126,18 | 134,57 |
| Nettoschulden (Net debt) | -7,56 | 1,64 |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Eigenkapitals | 184,90 | 190,72 |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 |
| Wert des Aktienkapitals | 184,90 | 190,72 |
| Ausstehende Aktien in Tsd. | 5,960 | 5,960 |
| Fairer Wert der Aktie in EUR | 31,02 | 32,00 |

| Kapitalkostenermittlung : | |
|---------------------------|-------|
| risikolose Rendite | 3,3% |
| Markttrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 0,86 |
| Eigenkapitalkosten | 8,0% |
| Zielgewichtung | 70,0% |
| Fremdkapitalkosten | 4,2% |
| Zielgewichtung | 30,0% |
| Taxshield | 15,0% |
| WACC | 6,6% |

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| Kapitalrendite | WACC | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 5,6% | 6,1% | 6,6% | 7,1% | 7,6% |
| 8,8% | 32,93 | 29,51 | 26,85 | 24,72 | 22,98 |
| 9,8% | 36,40 | 32,48 | 29,43 | 26,98 | 24,99 |
| 10,8% | 39,87 | 35,45 | 32,00 | 29,24 | 26,99 |
| 11,8% | 43,34 | 38,41 | 34,57 | 31,50 | 28,99 |
| 12,8% | 46,80 | 41,38 | 37,15 | 33,76 | 30,99 |

Fazit

Ausblick weiterhin positiv - hohe operative Stabilität - Kursziel: 32,00 € - KAUFEN

Die Tiefkühllogistikbranche zeigt seit vielen Jahren ein stetiges Wachstum auf, was insbesondere auf den zunehmenden Verbrauch an Tiefkühlkost zurückzuführen ist. In den vergangenen 30 Jahren legte der Pro-Kopf-Verbrauch um 168 % auf 40,2 kg pro Jahr zu. Entsprechend stark war auch die Entwicklung des Tiefkühlkostmarktes, mit einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 7,1 % seit 1980. Der Bedarf an Logistikimmobilien hat damit massiv an Bedeutung gewonnen.

Die Bayerische Gewerbebau AG, als eines der führenden Unternehmen für Tiefkühllogistikimmobilien in Deutschland, hat ihren Immobilienbestand, der positiven Marktentwicklung entsprechend, stetig erweitert. So wurden allein in den Jahren 2009, 2010 und 2011 drei neue Standorte eröffnet und der Bestand damit auf 25 Kühlhäuser erweitert. Zudem wurden bestehende Standorte erweitert und modernisiert.

Als Folge der Flächenerweiterungen stiegen die Umsatzerlöse im Jahr 2010 um 1,9 % auf 20,43 Mio. €. Auch durch eine gleichzeitige Optimierung der Kostenstruktur kletterte das EBIT im Geschäftsjahr 2010 auf 12,60 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass hierin einmalige Sondereffekte enthalten waren. Insbesondere betrifft dies einen Einmalsertrag aus der Veräußerung von Kühlanlagen, welche einen Ertrag in Höhe von 2,3 Mio. € beisteuerten. Bereinigt um sämtliche Sondererträge und Aufwendungen hätte das EBIT bei 11,24 Mio. € gelegen, 10,3 % höher als in 2009. Die EBIT-Marge verbesserte sich um 4,2 Prozentpunkte auf 55,0 %.

Die Ergebnis- und Margenverbesserung wird unterstrichen von einer hohen Ergebnisqualität im Zuge starker operativer Cashflows sowie im Branchenschnitt überdurchschnittlich hoher Kapitalrenditen. Dies erlaubt auch die Schlussfolgerung, dass ein solides Kostenmanagement sowie eine konservative Bilanzierung betrieben wird.

Auch bilanziell ist die Bayerische Gewerbebau AG sehr solide und im Branchenvergleich überdurchschnittlich gut aufgestellt. Einer Eigenkapitalquote von 69,1 % stehen Bankverbindlichkeiten in Höhe von nur 32,14 Mio. € bzw. 20,7 % der Bilanzsumme gegenüber. Auch der Loan-to-Value von 30,3 % ist im Vergleich zu anderen Immobilienunternehmen als sehr niedrig einzuschätzen. Angesichts dieser gesunden Bilanzrelationen sollte die Finanzierung von weiteren Expansionsvorhaben in den kommenden Jahren problemlos möglich sein.

Durch die Fertigstellung des neuen Standortes in Flörsheim und der Erweiterung in Markgröningen im Frühjahr 2011 sollten die Umsatzerlöse in 2011 weiter anziehen. Wir prognostizieren einen Wert von 20,95 Mio. €. Gleichzeitig sollte die Kostenstruktur weiter verbessert werden können, mit der Konsequenz eines steigenden EBIT-Ergebnisses. Unsere Prognosen sehen für das Geschäftsjahr 2011 ein EBIT in Höhe von 11,65 Mio. € vor.

Insgesamt schätzen wir die BG AG als ein attraktives Investment ein. Die stabile Mieterstruktur und hohe Auslastungsquote im Bereich Tiefkühlimmobilien von 100 % sorgt für eine hohe Stabilität der Ergebnisse und des operativen Cashflows. Zudem erwirtschaftet das Unternehmen Kapitalrenditen, die im Branchenvergleich überdurchschnittlich hoch sind, womit eine attraktive Wertschöpfung stattfindet. An dieser lässt das Unternehmen seine Aktionäre durch eine in den letzten Jahren stetig steigende Dividende (zuletzt: 0,63 € bzw. 2,4 % Dividendenrendite) teilhaben.

Vor dem Hintergrund der hohen Stabilität und Wertschöpfung erachten wir auch ein KBV von 1,5 sowie ein KGV von 16,3 für das Geschäftsjahr 2011 als nicht zu ambitioniert. Vielmehr haben wir im Rahmen der DCF-Bewertung einen fairen Wert für die Aktien der Bayerische Gewerbebau AG in Höhe von 32,00 € ermittelt. Das aktuelle Kurspotenzial beträgt damit knapp 20 %. Entsprechend vergeben wir für die Aktie das Rating KAUFEN.

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-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. Aktiensplitts, 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. Chef-Analyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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