



## Researchstudie (Anno)



**Umsatz- und Ergebnis weiter gesteigert**  
-  
**Prognosen übertroffen**  
-  
**Erstmalige Dividendenausschüttung**

**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

---

# Inhaltsangabe

## Unternehmen

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

## Markt und Marktumfeld

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

## Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2011.....	4
.....	
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	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-Betrachtung.....	11
Fazit.....	12

## Anhang

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

## BHB Brauholding Bayern-Mitte AG <sup>\*5</sup>

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 3,65**

aktueller Kurs: 2,32

20.4.2012 / MCH

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,100

Marketcap<sup>3</sup>: 7,19

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 5,82

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 54,8 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

### Analysten:

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Philipp Leipold

[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

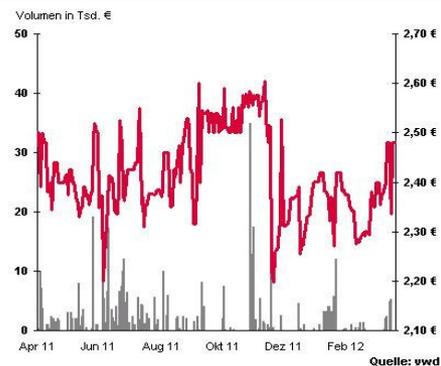
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 81 Stand: 31.12.2011

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 sehr 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	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	15,13	16,09	16,18	16,30
EBITDA	1,96	2,05	1,99	1,98
EBIT	0,42	0,47	0,47	0,48
Jahresüberschuss	0,02	0,30	0,31	0,32

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,06	0,07	0,07
Dividendenrendite	0,0%	2,6%	3,0%	3,0%

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,41	0,36	0,36	0,36
EV/EBITDA	3,18	2,84	2,93	2,94
EV/EBIT	14,80	12,44	12,39	12,13
KGV	479,47	24,22	23,20	22,48
KBV		0,68		

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

06.07.2012: Hauptversammlung  
19.07.2012: m:access Analystenkonferenz  
06.08.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht

### \*\*letztes Research von GBC:

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

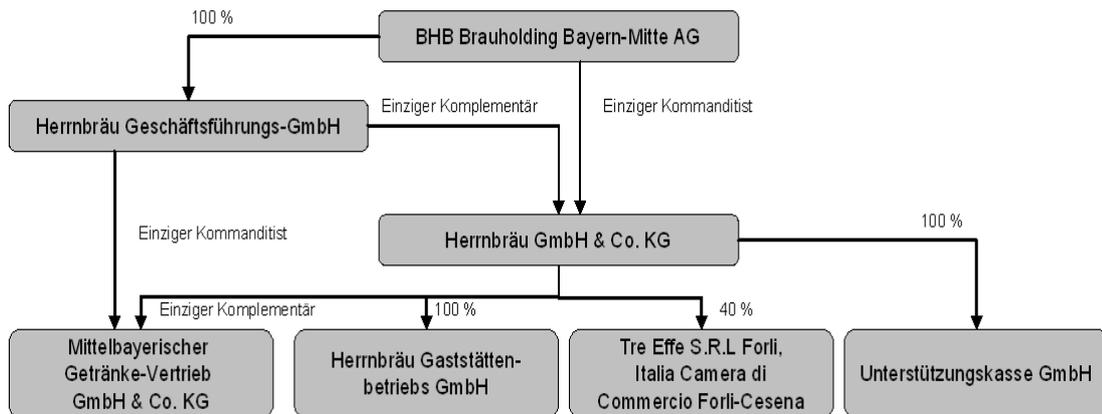
14.2.2012: RG / 3,65 / KAUFEN  
13.2.2012: RS / 3,65 / KAUFEN  
10.2.2012: RS / 3,65 / KAUFEN  
5.9.2011: RG / 3,65 / KAUFEN  
12.8.2011: RS / 3,65 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Auaubura angefordert werden.

# Unternehmen

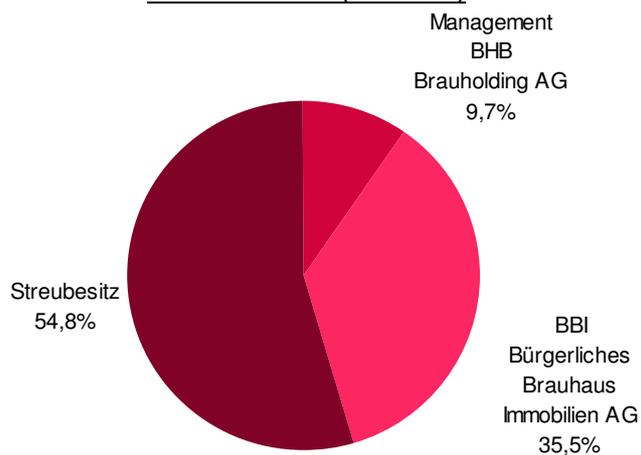
## Unternehmensstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

## Aktionärsstruktur

### Aktionärstruktur (31.12.2011)



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

## Markenportfolio



Quelle: BHB Brauholding AG

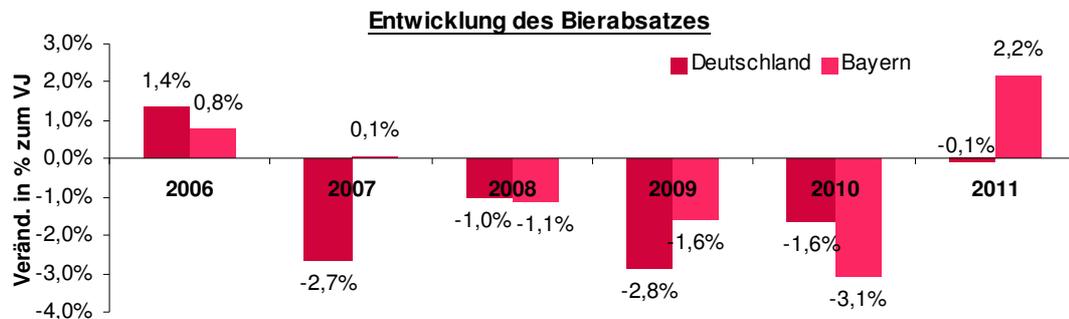
## Markt und Marktumfeld

### Absatzrückgang auf deutschem Biermarkt gestoppt - starker Preiskampf im Handel

Seit mehreren Jahren ist in Deutschland ein rückläufiger Bierabsatz pro Kopf festzustellen. Mit einem Verbrauch von inzwischen nur noch 101,4 Liter pro Kopf und Jahr liegt der Bierkonsum in Deutschland inzwischen nur noch auf dem Niveau der frühen 60er Jahre.

Grund für diesen übergeordneten Trend ist insbesondere die Veränderung der demografischen Struktur in Deutschland. Auf Grund der schwachen Neugeburtenrate nimmt auch der Anteil der biertrinkenden Bevölkerung ab. Die deutschen Bierbrauer wissen auf Grund der niedrigen Geburtenzahlen bereits heute, dass in den kommenden 20 Jahren weiterhin Konsumenten verloren gehen werden bzw. nur wenige potenzielle Konsumenten nachrücken werden. Der Brauerbund geht davon aus, dass selbst bei einer Stabilisierung des Pro-Kopf-Verbrauchs ein Rückgang um 0,5 % pro Jahr vorprogrammiert ist.

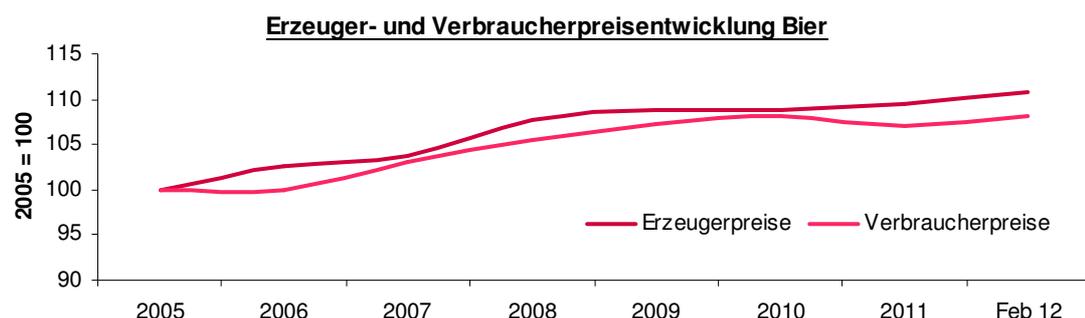
Angesichts dieser schwierigen Zahlen ist die Entwicklung des Biermarktes in 2011 als sehr zufriedenstellend einzuschätzen. Seit mehreren Jahren konnte in 2011 mit einem Rückgang um 0,1 % erstmalig der starke Abwärtstrend gestoppt werden. In Bayern wurde sogar ein Zuwachs um 2,2 % festgestellt, was angesichts des Umfeldes ein ungewöhnlich starker Zuwachs ist.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die sinkende Nachfrage nach Bier bedingt einen immer stärker werdenden Preiskampf am Markt und führt zu einer wachsenden Zahl an Sonderaktionen im Handel, was die Preisniveaus drückt. Laut GfK ist der durchschnittliche Kastenpreis auf 10,01 € gesunken. Tatsächlich gaben die Verbraucherpreise für Bier gemäß Angaben des Statistischen Bundesamtes im Jahr 2011 um -0,9 % nach.

Gleichzeitig sind auf der anderen Seite steigende Kosten zu beobachten, was die Herstellung von Bier verteuert. Die kritischen Inputfaktoren sind dabei vor allem im Bereich Personal, Energie und Rohstoffe - etwa Malz, Hopfen oder Zucker - zu sehen. Im Jahr 2011 legten die Erzeugerpreise für Bier um 0,6 % zu. Allein im Jahr 2011 überstieg die Erzeugerpreissteigerung die Verbraucherpreisveränderung damit um 1,5 %. Bis Ende Februar 2012 übertrafen die Erzeugerpreise die Verbraucherpreise um noch einmal 0,2 %. Die Schere zwischen Erzeuger- und Verbraucherpreisen klappte seit dem Jahr 2005 nie so weit auseinander, wie es derzeit der Fall ist.



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012e	in %	GJ 2013e	in %
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>15,129</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,094</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,181</b>	<b>100,0%</b>	<b>16,302</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderung	-0,028	-0,2%	0,050	0,3%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,137	0,9%	0,213	1,3%	0,210	1,3%	0,210	1,3%
Materialaufwand	-5,265	-34,8%	-5,600	-34,8%	-5,647	-34,9%	-5,689	-34,9%
<b>Rohergebnis</b>	<b>9,973</b>	<b>65,9%</b>	<b>10,757</b>	<b>66,8%</b>	<b>10,744</b>	<b>66,4%</b>	<b>10,823</b>	<b>66,4%</b>
Personalaufwand	-4,396	-29,1%	-4,679	-29,1%	-4,750	-29,4%	-4,821	-29,6%
Abschreibungen	-1,538	-10,2%	-1,579	-9,8%	-1,520	-9,4%	-1,500	-9,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,854	-18,9%	-3,210	-19,9%	-3,189	-19,7%	-3,200	-19,6%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>1,185</b>	<b>7,8%</b>	<b>1,289</b>	<b>8,0%</b>	<b>1,285</b>	<b>7,9%</b>	<b>1,302</b>	<b>8,0%</b>
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,098	0,6%	0,083	0,5%	0,100	0,6%	0,100	0,6%
Zinserträge	0,035	0,2%	0,089	0,6%	0,090	0,6%	0,090	0,6%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,025	-0,2%	-0,023	-0,1%	-0,025	-0,2%	-0,025	-0,2%
Zinsaufwendungen	-0,137	-0,9%	-0,110	-0,7%	-0,086	-0,5%	-0,076	-0,5%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,156</b>	<b>7,6%</b>	<b>1,327</b>	<b>8,2%</b>	<b>1,364</b>	<b>8,4%</b>	<b>1,391</b>	<b>8,5%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,062	-0,4%	-0,150	-0,9%	-0,164	-1,0%	-0,174	-1,1%
Sonstige Steuern	-0,837	-5,5%	-0,880	-5,5%	-0,890	-5,5%	-0,897	-5,5%
Kosten Kapitalerhöhung	-0,242	-1,6%	0,000	0,0%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,015</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,297</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,310</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,320</b>	<b>2,0%</b>
EBITDA	1,959		2,047		1,990		1,980	
in % vom Umsatz	13,0 %		12,7 %		12,3 %		12,2 %	
EBIT	0,421		0,468		0,470		0,480	
in % vom Umsatz	2,8 %		2,9 %		2,9 %		2,9 %	
Aktienanzahl in Mio. Stück	3,100		3,100		3,100		3,100	
Ergebnis je Aktie in €	0,00		0,10		0,10		0,10	
Dividende je Aktie in €	0,00		0,06		0,07		0,07	

## Geschäftsentwicklung 2011 - Steigerung bei Umsatz & Ertrag - Prognosen übertroffen

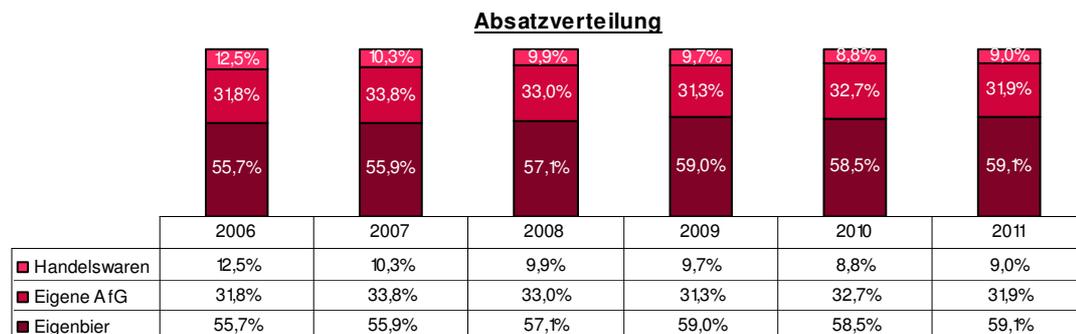
In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e GBC	GJ 2011a	Delta 2010/2011
Umsatzerlöse	15,13	15,60	16,09	+6,4 %
EBITDA (Marge)	1,96 (13,0 %)	2,00 (12,8 %)	2,05 (12,7 %)	+4,5 % (-0,3 Pp.)
EBIT (Marge)	0,42 (2,8 %)	0,45 (2,9 %)	0,47 (2,9 %)	+11,2 % (+0,1Pp.)
Jahresüberschuss	0,26*	0,31	0,30	+15,6 %

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

### Umsatzentwicklung - Überproportionale Entwicklung zum Markt - Literumsatz steigt

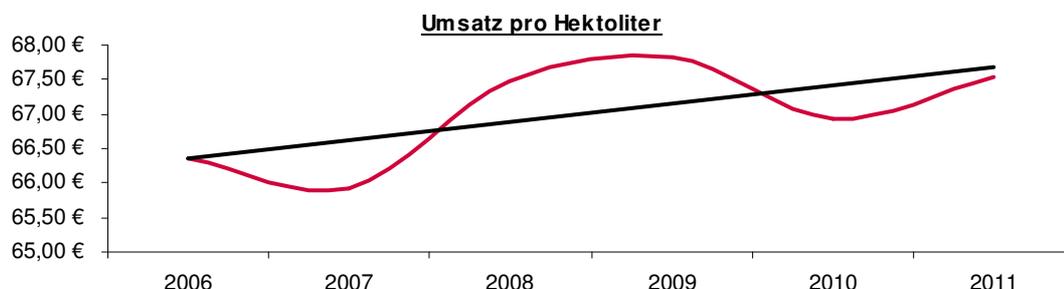
Trotz der schwachen Marktentwicklung konnte die BHB AG ihren Absatz deutlich überproportional steigern. So konnte die Absatzmenge gegenüber dem Vorjahr um 5,5 % auf 214 Tausend Hektoliter erhöht werden. Besonders erfreulich war dabei die Absatzentwicklung der eigenproduzierten Biere, welche sogar um 6,6 % zulegte. Hintergrund dabei ist, neben anderen positiven Effekten, die Ausweitung des Absatzes auf die Region Schwabach, welche durch die Übernahme der Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu im April 2010 hinzugewonnen wurde.

Auch bei den Handelswaren, welche Bier und alkoholfreie Getränke anderer Hersteller umfassen, wurde ein Anstieg der Absatzmenge um 7,8 % gegenüber dem Vorjahr erreicht. Hintergrund hierbei waren neu hinzugewonnene Gastronomieabsatzstätten, Großveranstaltungen sowie gleichfalls das neue Absatzgebiet Schwabach.



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC; AfG = alkoholfreie Getränke

Die erweiterte Absatzregion trug dazu bei, dass der Absatzanteil am Eigenbier in 2011 auf 59,1 % anstieg und damit den höchsten Anteil am Gesamtgetränkeabsatz im Betrachtungszeitraum seit 2006 ausmachte, was sich insbesondere stabilisierend auf die Margen auswirkte. Zudem erreichte die BHB AG auch einen Anstieg der durchschnittlichen Getränkeumsatzerlöse pro Hektoliter (Bier und alkoholfreie Getränke) um 0,9 % auf nunmehr 67,55 €. Damit konnte sich das Unternehmen dem allgemeinen Markttrend der sinkenden Preisniveaus entziehen und steigende Preise bei Bier und alkoholfreien Getränken durchsetzen. Insbesondere machte sich dabei die Preiserhöhung bei den eigenen alkoholfreien Getränken bemerkbar, während bei Bier angesichts des harten Marktumfeldes nur leichte Preiserhöhungen möglich waren.

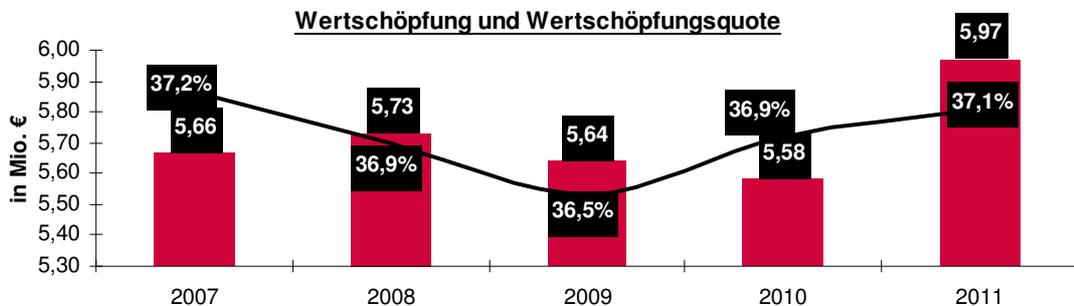


Quelle: Berechnung GBC

Insgesamt konnte die BHB AG ihre Umsatzerlöse überproportional zum Absatzzuwachs um 6,4 % auf nunmehr 16,09 Mio. € steigern. Mit der Umsatzsteigerung um 6,4 % konnte die BHB AG auch unsere Prognosen, die 15,60 Mio. € vorgesehen hatten, deutlich übertreffen.

## Ergebnisentwicklung - Wertschöpfung und Kapitalrenditen in 2011 gesteigert

Der verbesserte Absatz und Umsatz wirkte sich sehr positiv auf die Wertschöpfung (EBIT vor Personalaufwand) des Unternehmens aus. So konnte diese gegenüber dem Vorjahr um rund 7,0 % auf nunmehr 5,97 Mio. € erhöht werden. Gleichzeitig erreichte das Unternehmen den höchsten Wert innerhalb eines Betrachtungszeitraums seit 2007. Die Wertschöpfungsquote erhöhte sich auf 37,1 % und setzte damit die aufwärtsgerichtete Entwicklung des vergangenen Jahres fort.



Quelle: Berechnung GBC

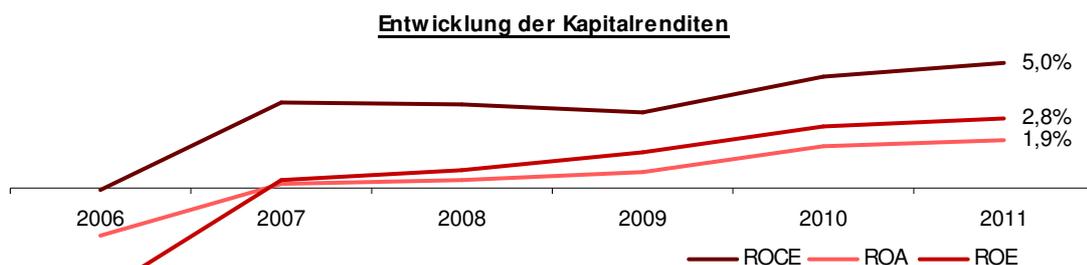
Die gesteigerte Wertschöpfung schlug sich auch in weiter gesteigerten Ergebnissen nieder. So kletterte das EBIT im Vergleich zum Vorjahr um 8,8 % auf 1,29 Mio. € und damit überproportional zu den Umsatzerlösen. Die EBIT-Marge verbesserte sich im gleichen Zuge von 2,8 % auf 2,9 %. Unsere EBIT-Erwartungen wurden damit leicht um 0,02 Mio. € übertroffen, wohingegen unsere Prognose der EBIT-Marge genau erfüllt wurde. Insgesamt schätzen wir die operative Entwicklung der BHB AG im Jahr 2011 als sehr zufriedenstellend ein.

Hintergrund dieser guten Entwicklung bei Wertschöpfung und Ergebnissen war neben den Absatzsteigerungen auch die anhaltend moderate Kostenentwicklung. So konnte der größte Kostenblock, die Materialaufwendungen, gegenüber dem Vorjahr in Relation zum Umsatz konstant gehalten werden, was vor allem auf stabile Rohstoff- und Energiepreise, über das Jahr 2011 hinweg, zurückzuführen ist.

Proportional zur Umsatzsteigerung entwickelten sich hingegen die Personalaufwendungen. Hier schlug sich ein neuer Tarifvertrag nieder, der seit dem 01.05.2011 eine Tarifierhöhung um 3,0 % vorsah. Zudem mussten auf Grund des neuen Absatzgebietes Schwabach die Personalaufwendungen angehoben werden. Die Zahl der Mitarbeiter im Konzern veränderte sich hingegen zum 31.12.2011 nicht und lag wie im Vorjahr bei 81.

Überproportional zu den Umsatzerlösen stiegen im Bereich der operativen Kosten lediglich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Die legten um 12,5 % auf nunmehr 3,21 Mio. € zu. Verantwortlich dafür waren insbesondere erhöhte administrative Kosten sowie fremde Fuhrleistungen, die im Zusammenhang mit der Absatzgebietserweiterung anfielen.

Die verbesserte Rentabilität der BHB AG schlug sich auch in den Kapitalrenditen nieder, welche im abgelaufenen Jahr 2011 neue Höchstwerte markierten. So lag der Return on Capital Employed (ROCE) bei 5,0 % und damit 0,5 Prozentpunkte oberhalb des Vorjahresniveaus. Auch die Kenngrößen ROE und ROA zeigten Verbesserungen gegenüber 2010 und markierten mit 2,8 % und 1,9 % neue Höchstwerte im Betrachtungszeitraum seit 2006.



Quelle: Berechnung GBC

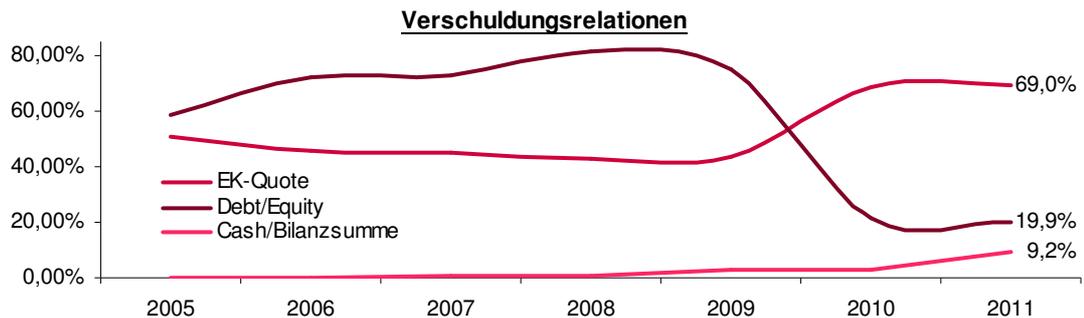
## Bilanzielle und finanzielle Situation

Bilanzkennzahlen (in Mio. €)	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011
Operatives Anlagevermögen	4,87	5,12	5,08
Working Capital	0,60	1,08	0,80
Nettofinanzvermögen	-3,44	0,96	1,37
Zinsbare Verbindlichkeiten	3,79	2,25	2,12
Finanzvermögen	0,35	3,21	3,49
Eigenkapitalquote in %	43,5 %	68,5 %	69,0 %
Bilanzsumme	11,56	15,12	15,43

Quelle: Berechnungen GBC

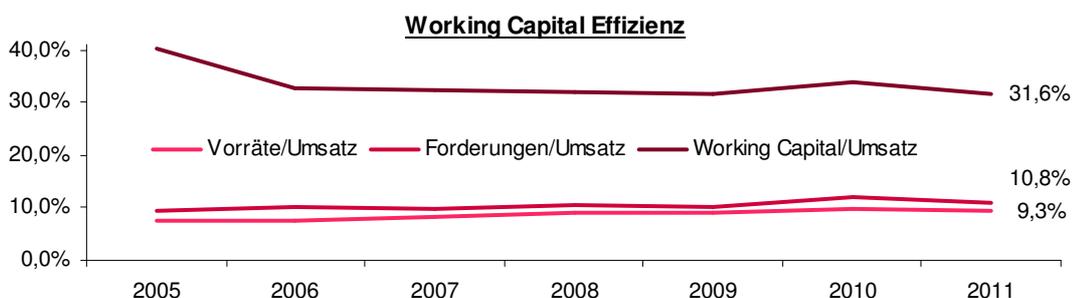
Seit dem Börsengang der BHB AG im Jahr 2010 haben sich die bilanziellen Relationen des Unternehmens weiter merklich verbessert. So konnten mittels des Emissionserlöses Verbindlichkeiten zurückgeführt und die Eigenkapitalquote gestärkt werden. Im Jahresverlauf 2011 konnte die Eigenkapitalquote in Folge der guten Ergebnisse nochmals leicht auf nunmehr 69,0 % gesteigert werden.

Die Rückführung der Verbindlichkeiten führte zudem zu einer deutlichen Senkung der Verschuldung. Das Verhältnis von zinsbaren Verbindlichkeiten zu Eigenkapital wurde im Zuge dessen auf inzwischen 19,9 % gesenkt. Auch der Cashbestand des Unternehmens erhöhte sich im Rahmen der guten operativen Cashflows und gleichzeitig niedrigen Investitionstätigkeit auf nunmehr 9,2 % der Bilanzsumme und bietet daher ausreichend Spielraum, um zukünftige Investitionen, Akquisitionen und Dividendenzahlungen zu tätigen.



Quelle: Berechnungen GBC

Als sehr gut ist auch die Effizienz des Working Capitals einzuschätzen. So konnten die Relationen von Vorräten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen über die vergangenen Jahre hinweg nahezu konstant gehalten werden. Bezogen auf das gesamte Working Capital wurde sogar eine leichte Senkung in Relation zum Umsatz erreicht, was insbesondere auf eine verringerte Umschlagsgeschwindigkeit der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen ist. Die hohe Working Capital-Effizienz ist einer der wesentlichen Gründe dafür, dass die BHB AG in der Regel starke operative Cashflows ausweist und eine hohe Innenfinanzierungskraft besitzt.



Quelle: Berechnungen GBC

Insgesamt schätzen wir die bilanzielle Situation der BHB AG als sehr solide und klar überdurchschnittlich im Branchenvergleich ein. Zudem gewährt die finanziell gute Ausstattung ausreichend Spielraum, um das zukünftige Wachstum zu finanzieren.

## SWOT - ANALYSE BHB Brauholding Bayern-Mitte AG

### Stärken

- Anorganisches Wachstum durch aktive Rolle im Konsolidierungsprozess der Brauereibranche ermöglicht steigende Absätze entgegen dem Markttrend
- Solide Eigenkapitalquote von 69,0 % und Nettocashposition in Höhe von 1,37 Mio. €
- Dynamisches Exportgeschäft unterstützt Wachstumsprozess
- Starke Positionierung auf den Kernmärkten ermöglicht Preiserhöhungen durchzusetzen
- Konstant hohe Working Capital-Effizienz über die vergangenen Jahre hinweg

### Schwächen

- Gewisse Abhängigkeit von Großkunden, da ca. 1/5 der Umsatzerlöse mit den 10 größten Kunden erzielt werden
- Branchentypisch sind die Ergebnis-Margen sehr gering, was die Dividendenzahlung im Falle unerwartet erhöhter Kosten in einem Geschäftsjahr gefährden könnte
- Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen an Kunden auf Grund des harten Wettbewerbs nur bedingt möglich

### Chancen

- Das Exportgeschäft, das derzeit nur nach Italien betrieben wird, soll auch in weiteren Regionen, etwa in Polen, ausgeweitet werden, was das Umsatzwachstum beschleunigen könnte
- BHB AG nimmt eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt ein und könnte damit weiteres anorganisches Wachstum erzeugen
- Der hohe Qualitätsansatz bei den Bieren ermöglicht es der BHB AG, sich dem harten Preiskampf am Markt teilweise zu entziehen
- Großveranstaltungen, wie die Fußball-EM oder die Olympiade, könnten den Absatz im Geschäftsjahr 2012 zusätzlich beleben

### Risiken

- Der Absatz von Bier ist in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Ein Anhalten oder eine Verstärkung dieses Trends könnte auch zu einem Nachfragerückgang nach den Produkten der BHB AG führen
- Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzrückgängen führen
- Die Profitabilität der BHB AG ist maßgeblich von der Preisentwicklung von Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz oder Energie abhängig. Eine Preiszunahme könnte sich entsprechend ergebnismindernd auswirken
- Auf Grund des scharfen Wettbewerbs am Markt könnte der Druck auf die Verkaufspreise anhalten und so die Ergebnismargen unter Druck bringen

## Prognose und Modellannahmen

In Mio. €	2011	2012e (alt)	2012e (neu)	2013e
<b>Umsatz</b>	16,09	15,76	16,18	16,30
<b>EBITDA (Marge)</b>	2,05 (12,7 %)	2,00 (12,7 %)	1,99 (12,3 %)	1,98 (12,2 %)
<b>EBIT (Marge)</b>	0,47 (2,9 %)	0,48 (3,0 %)	0,47 (2,9 %)	0,48 (2,9 %)
<b>Konzernergebnis</b>	0,30	0,32	0,31	0,32

Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognosen - weiteres leichtes Umsatzwachstum in 2012 erwartet

Der Start in das neue Geschäftsjahr 2012 ist für die BHB AG gut verlaufen. So konnte innerhalb der ersten drei Monate des GJ 2012 eine Absatzsteigerung in Höhe von 2,6 % verzeichnet werden. Besonders stark zeigten sich dabei die Monate Januar und Februar 2012, wohingegen der März wiederum etwas schwächer ausfiel. Insgesamt konnte die BHB AG jedoch erneut überproportional zum Gesamtmarkt wachsen, der im Januar und Februar 2012 nur um 1,0 % wuchs. Ein Fortschreiben der guten Wachstumswahlen der ersten drei Monate auf das GJ 2012 ist jedoch auf Grund der schwierigen Marktbedingungen, mit einer Reihe von Einflussfaktoren, nicht angemessen.

Insgesamt schätzen wir die Aussichten auf das Gesamtjahr 2012 jedoch als gut ein. Als eine umsatzbeschleunigende Kraft könnten in diesem Jahr die Fußball-Europameisterschaft und Olympiade wirken. Solche sportlichen Großereignisse wirken sich in der Regel absatzfördernd für Bier aus, insbesondere da öffentliche Veranstaltungen, wie etwa Public Viewings, vermehrt stattfinden.

Ein weiterer wichtiger Umsatzfaktor wird für die BHB AG auch in den kommenden Jahren der Export sein. Insbesondere in Italien ist die BHB AG stark positioniert und konnte in 2011 ein Wachstum um 3 % erzielen. Ausbaufähig ist hingegen der polnische Markt, wo in 2011 auf Grund der Insolvenz des dortigen Importeurs ein Absatzrückgang verzeichnet wurde. Inzwischen konnte die BHB AG jedoch mit einem großen Getränkefachgroßhändler einen neuen Partner für den polnischen Markt finden, so dass wir davon ausgehen, dass die Rückgänge des Jahres 2011 in 2012 wieder ausgeglichen werden können.

Ein weiterer Trend, von dem die BHB AG in den vergangenen Jahren profitieren konnte, ist der verstärkte Konsum von alkoholfreien Bieren. Entgegen dem Gesamttrend am Biermarkt, ist der Markt für alkoholfreies Bier stark wachsend. Allein im Jahr 2011 wurde ein Marktzuwachs bei alkoholfreiem Bier um 13 % registriert. Diese Tendenz wird sich erwartungsgemäß auch im Jahr 2012 und darüber hinaus fortsetzen. Alkoholfreie Biere spielen damit eine immer wichtigere Rolle im Produktportfolio der BHB AG. Bereits in 2011 machten leichte und alkoholfreie Biere 5,9 % des gesamten Eigenbierabsatzes aus.

Unsere bisherige Umsatzprognose haben wir vor dem Hintergrund der guten zu erwartenden Entwicklung im Jahr 2012 auf nunmehr 16,18 Mio. € angehoben, was einer Steigerung gegenüber 2011 in Höhe von 0,5 % entspricht. Insbesondere erwarten wir auch eine weitere Verbesserung der Mitarbeitereffizienz (Umsatzerlöse/Mitarbeiter), welche bereits über die vergangenen Jahre stetig verbessert wurde. Auch für die Jahre 2012 und 2013 erwarten wir einen weiteren Anstieg der Kenngröße, was mit einer nochmals gesteigerten Wertschöpfung einher gehen sollte.

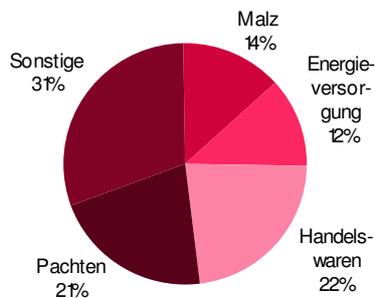


Quelle: Berechnungen GBC

## Ergebnisprognosen - EBIT- und EBIT-Marge mit leichten Zuwächsen erwartet

Die wesentliche Kostenposition der BHB AG sind die Materialaufwendungen. Dabei weisen ein Großteil der Kostenkomponenten stabile Relationen zum Gesamtmaterialeufwand auf. Zu nennen sind hierbei etwa Aufwendungen für Zucker, Etiketten oder Betriebsstoffe. Auch die gestiegenen Energiepreise, die rund 12 % der Materialaufwendungen ausmachen, werden in 2012 keine erhöhte Belastung darstellen, da diese auf dem Niveau von 2011 vertraglich festgeschrieben wurden.

### Anteile Materialeufwand 2011

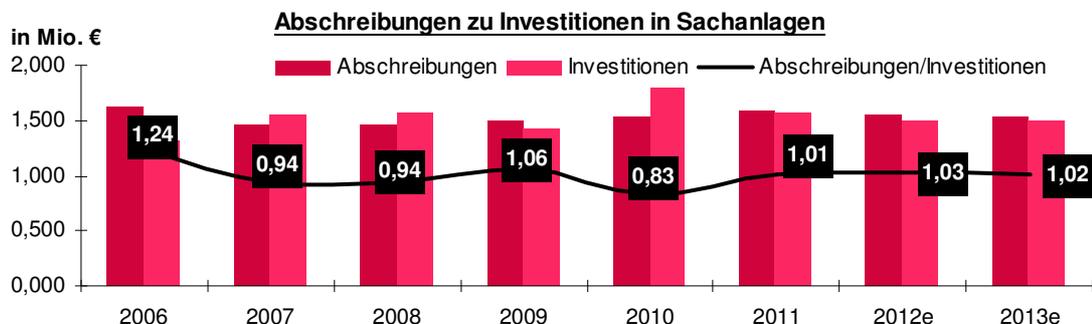


Wesentlichen Schwankungen unterliegt hingegen insbesondere Malz, das immerhin 14 % der Materialaufwendungen ausmacht. Zuletzt war eine leichte Erhöhung der Malzpreise festzustellen, was sich spätestens im 2. HJ 2012 auswirken wird. Bis dahin sind die Preise durch entsprechende Kontrakte noch auf niedrigeren Niveaus festgeschrieben. Wir erwarten daher einen leicht erhöhten Materialeufwand für das Gesamtjahr 2012. Wir gehen davon aus, dass sich diese von 34,8 % im Vorjahr auf nunmehr 34,9 % erhöhen werden.

Quelle: Berechnungen GBC

Bei den Personalaufwendungen gehen wir für das GJ 2012 von einer deutlich flacheren Entwicklung aus als in 2011. Während bei der Personalstärke von keinen nennenswerten Zuwächsen auszugehen ist, werden sich in 2012 wohl erneut bereits festgelegte Tarifierhöhungen niederschlagen. So ist seit dem Q2 2012 eine Lohnerhöhung von 2,5 % vereinbart worden. Diese sollte sich nach unserer Einschätzung auf das Gesamtjahr gesehen in einem Anstieg der Personalaufwendungen um 1,5 % auf dann 4,75 Mio. € äußern.

Einen weiteren Rückgang antizipieren wir zudem bei den Abschreibungen. Die Aufwendungen für Investitionen in Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände erwarten wir für 2012 erneut bei rund 1,50 Mio. € und damit leicht unterhalb des Abschreibungsniveaus.



Quelle: Berechnungen GBC

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gehen wir indes für das GJ 2012 von einer annähernd konstanten Entwicklung gegenüber 2011 aus. Die in 2011 erhöhten Positionen, insbesondere die Frachten und fremden Fuhrleistungen, erwarten wir auch für 2012 unverändert auf einem hohen Niveau. Entlastungen sind hingegen erneut bei den Leasingaufwendungen zu erwarten, die bereits in den vergangenen Jahren auf Grund von auslaufenden Leasingverträgen rückläufig waren.

Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass sich das EBIT leicht auf 0,470 Mio. € erhöht (2011: 0,468 Mio. €). Die EBIT-Marge sollte auf Grund der insgesamt proportionalen Kostenentwicklung erneut bei 2,9 % liegen. Gegenüber unseren bisherigen EBIT-Schätzungen haben wir damit eine minimale Senkung vorgenommen.

Das Nettoergebnis sollte im Zuge eines leicht verbesserten Zinsergebnisses sowie einer konstanten Steuerquote leicht zulegen. Wir erwarten hierbei einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,31 Mio. € (2011: 0,30 Mio. €), was wiederum die erneute Ausschüttung einer Dividende in mindestens der Höhe des Vorjahres erlauben würde.

## 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 2012 bis 2013 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 12,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

#### 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 2,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,98.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,36 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,36 %.

#### Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,36 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 3,65 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel bestätigt.

## BHB Brauholding Bayern-Mitte 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	12,2%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	29,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	16,18	16,30	16,63	16,97	17,32	17,67	18,03	18,40	
US Veränderung	0,5%	0,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,20	3,22	3,27	3,32	3,38	3,44	3,50	3,57	
EBITDA	1,99	1,98	2,02	2,06	2,10	2,15	2,19	2,24	
EBITDA-Marge	12,3%	12,1%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	
EBITA	0,47	0,48	0,55	0,59	0,62	0,66	0,70	0,74	
EBITA-Marge	2,9%	2,9%	3,3%	3,5%	3,6%	3,7%	3,9%	4,0%	4,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,16	-0,17	-0,18	-0,19	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	
	34,5%	35,2%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	0,31	0,31	0,37	0,39	0,42	0,44	0,47	0,50	
Kapitalrendite	5,2%	5,3%	6,3%	6,6%	7,0%	7,4%	7,8%	8,2%	8,4%
Working Capital (WC)	0,81	0,82	0,83	0,85	0,87	0,88	0,90	0,92	
WC zu Umsatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,06	5,06	5,09	5,11	5,13	5,14	5,15	5,16	
AFA auf OAV	-1,52	-1,50	-1,47	-1,48	-1,48	-1,49	-1,49	-1,49	
AFA zu OAV	30,0%	29,6%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	5,87	5,88	5,92	5,96	6,00	6,02	6,05	6,08	
EBITDA	1,99	1,98	2,02	2,06	2,10	2,15	2,19	2,24	
Steuern auf EBITA	-0,16	-0,17	-0,18	-0,19	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	
Investitionen gesamt	-1,51	-1,51	-1,51	-1,51	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,32	0,31	0,32	0,36	0,38	0,41	0,44	0,47	7,23
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,40	6,56							
Barwert expliziter FCFs	2,00	1,85							
Barwert des Continuing Value	4,40	4,72							
Nettoschulden (Net debt)	-4,90	-5,01							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11,30	11,57							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	11,30	11,57							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,100	3,100							
Fairer Wert der Aktie in EUR		<b>3,65</b>							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,98
Eigenkapitalkosten	7,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,3%
<b>WACC</b>	<b>7,4%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
4,4%	2,92	2,83	2,76	2,70	2,65
6,4%	3,51	3,34	3,20	3,09	3,00
8,4%	4,09	3,84	<b>3,65</b>	3,48	3,35
10,4%	4,67	4,35	4,09	3,88	3,70
12,4%	5,26	4,86	4,54	4,27	4,05

## Fazit

**Absatzzuwachs überproportional zum Markt - Ergebnisse und Margen weiter gesteigert - Kursziel von 3,65 € bestätigt - Rating weiterhin KAUFEN**

Die BHB Brauholding AG (BHB AG) ist weiterhin erfolgreich in einem andauernd schwierigen Marktumfeld aktiv. Der deutsche Biermarkt ist seit Jahren rückläufig, was insbesondere auf demografische Gründe zurückzuführen ist. Durch die anhaltend schwachen Geburtenraten sinkt der Bierkonsum jährlich ab. Im Jahr 2011 hat sich dieser Trend aber zumindest verlangsamt, mit einem Rückgang des Bierabsatzes in Deutschland um nur 0,1 %.

Die BHB AG, mit ihrer operativen Tochter Herrnbräu GmbH & Co. KG, konnte sich erneut überproportional zur allgemeinen Marktentwicklung behaupten und steigerte den Absatz gegenüber dem Vorjahr um 5,5 %. 3 % des Wachstums waren auf den Erwerb der Vertriebs- und Markenrechte der Traditionsbrauerei Leitner Bräu zurückzuführen und sind damit anorganisch begründet. Aber auch organisch lag das Wachstum mit rund +2,5 % deutlich über der gesamtdeutschen Marktentwicklung.

Noch deutlicher steigerte die BHB AG die Umsatzerlöse, mit einem Plus von 6,4 % gegenüber 2010. Hintergrund dieses über dem Absatzzuwachs liegenden Anstiegs waren Preissteigerungen, die am Markt erfolgreich durchgesetzt werden konnten. Angesichts des hoch kompetitiven Umfeldes schätzen wir dies als einen großen Erfolg ein. Die Möglichkeit der Preissteigerungen spricht für die gute Marktpositionierung der Produkte der BHB AG sowie den hohen Qualitätsansatz.

Parallel zur guten Umsatzentwicklung hat die BHB AG erneut eine unterproportionale Kostenentwicklung erreicht. Insbesondere die moderate Entwicklung der Malzpreise, die vertraglich festgeschriebenen Energiepreise sowie die flache Entwicklung der Mitarbeiterzahlen haben hierzu beigetragen.

In der Folge konnte die BHB AG erneut einen Anstieg des absoluten EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Steuern) sowie der EBIT-Marge verbuchen. So lag das EBIT mit 0,47 Mio. € rund 11,2 % über dem Vorjahreswert, die EBIT-Marge konnte von 2,8 % auf 2,9 % verbessert werden.

Auch auf Ebene des Nettoergebnisses stellten sich entsprechende Verbesserungen ein. Mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,30 Mio. € konnte der um die Kosten für den Börsengang bereinigte Vorjahreswert um 15,6 % übertroffen werden.

Dies ermöglicht es dem Unternehmen erstmalig seit dem Börsengang im Jahr 2010 eine Dividende auszuschütten. Der Hauptversammlung wird daher die Ausschüttung einer Dividende je Aktie in Höhe von 0,06 € vorgeschlagen. Gemessen am aktuellen Kurs der Aktie errechnet sich eine Dividendenrendite in Höhe von 2,5 %.

Auch in den kommenden Jahren wird ein wesentliches Absatzwachstum angesichts des schwierigen Marktumfeldes vermutlich nur durch Akquisitionen möglich sein. Diesen Aspekt haben wir in unseren Prognosen aber noch nicht berücksichtigt, sondern lediglich auf die organische Entwicklung abgestellt. Dabei gehen wir davon aus, dass dennoch ein leichtes Wachstum erreicht werden wird und dies oberhalb der Marktentwicklung. Auch bei den Ergebnissen und Ergebnismargen erwarten wir weitere leichte Zuwächse im Zuge der hohen Kostendisziplin des Unternehmens. So gehen wir für das Geschäftsjahr 2012 davon aus, dass ein EBIT in Höhe von 0,47 Mio. € erreicht wird, was mit einer EBIT-Marge von 2,9 % korrespondiert.

**Die Aktie der BHB AG ist in unseren Augen weiterhin deutlich unterbewertet. So notiert die Aktie rund 30 % unterhalb ihres Buchwertes. Ein bilanzieller Goodwill ist zudem nicht vorhanden. Zudem weist die BHB AG eine hohe bilanzielle Qualität auf, mit einer branchenunüblich hohen Eigenkapitalquote von 69,0 % und einer bereinigten Nettoliquidität in Höhe von 1,37 Mio. €. Auf Basis des in 2011 erzielten Free-Cashflows errechnet sich ein KCV in Höhe von lediglich 6,7. Auch für die kommenden Jahre ist von deutlich positiven Free-Cashflows auszugehen.**

**Insgesamt bestätigen wir deshalb unsere positive Einschätzung zur Aktie der BHB AG und behalten unser bisheriges Kursziel von 3,65 € sowie die Ratingeinschätzung KAUFEN weiterhin 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](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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)