



Researchstudie (Anno)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



**GJ 2014 durch Sondereffekte belastet –
Dividende bleibt bei 6 Cent je Aktie –
Für das GJ 2015 wird gutes Gewinnniveau erwartet**

Kursziel: 3,65 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16**

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 3,65 €

Aktueller Kurs: 2,70
 23.4.2015 / MCH
 Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
 WKN: A1CRQD
 Börsenkürzel: B9B
 Aktienanzahl³: 3,1
 Marketcap³: 8,37
 Enterprise Value³: 8,36
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,10 %

Transparenzlevel:
 m:access

Marktsegment:
 Freiverkehr

Rechnungslegung:
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Analysten:

Felix Gode, CFA
 gode@gbc-ag.de

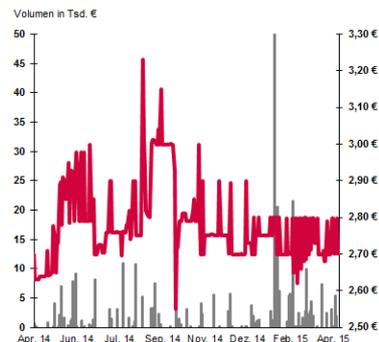
Manuel Hölzle
 hoelzle@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Konsum
 Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 79
 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 auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere in Bayern sehr bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH bietet eine breite Produktpalette von Bieren und alkoholfreien Getränken (unter der Marke „Bernadett Brunnen“) an. Zur Komplettierung ihres Produktangebotes vertreibt sie zudem Getränke anderer Hersteller. Auch wenn die Herrnbräu GmbH ihre Getränke grundsätzlich deutschlandweit vertreibt, ist ihre Geschäftstätigkeit auf die Regionen Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg konzentriert. Über die 40 %ige Beteiligung an der Herrnbräu Italia S.r.l. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	16,25	16,28	16,60	16,85
EBITDA	1,78	1,72	1,80	1,90
EBIT	0,34	0,33	0,40	0,50
Jahresüberschuss	0,26	0,01	0,25	0,32
Um latente Steuern bereinigter JÜ	0,33	0,29	0,25	0,32

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,09	0,00	0,08	0,10
Um latente Steuern bereinigtes EPS	0,11	0,09	0,08	0,10
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,46	0,51	0,50	0,50
EV/EBITDA	4,21	4,87	4,64	4,40
EV/EBIT	22,01	25,24	20,89	16,71
KGV	31,83	837,00	33,48	26,16
Um latente Steuern bereinigtes KGV	25,36	28,86	33,48	26,16
KBV		0,79		

Finanztermine

03.07.2015: Hauptversammlung
 03.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
 08.12.2014: RG / 3,65 / KAUFEN
 09.10.2014: RS / 3,65 / KAUFEN
 07.08.2014: RS / 3,65 / KAUFEN
 29.07.2014: RG / 3,65 / KAUFEN
 24.07.2014: RS / 3,65 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Zum ersten Mal seit 8 Jahren konnten beim Bierabsatz in Deutschland wieder aufwärtsgerichtete Zahlen vermeldet werden. So legte der Bierabsatz in 2014 um 1,0 % zu. Hintergrund der guten Entwicklung sind sowohl die gute Konsumstimmung in Deutschland, als auch der warme Winter und Frühjahr sowie die Fußball-WM im Sommer gewesen.
- Auch die BHB Brauholding AG konnte von der guten Branchensituation profitieren und legte beim Getränkeabsatz mit eigenen Produkten um 1,1 % zu. Berücksichtigt man auch die Handelswaren, welche gegenüber dem Vorjahr rückläufig waren, war beim Gesamtgetränkeabsatz ein Plus von 0,6 % zu verzeichnen.
- Bei den Umsatzerlösen konnte die BHB Brauholding AG im Getränkebereich um 0,3 % zulegen. Der anhaltende Preisdruck am Markt führte zu der leicht unterproportionalen Steigerungen im Vergleich zum Absatz. Auf Grund niedrigerer Pachterträge, welche aus Risikogesichtspunkten planmäßig zurückgeführt werden, stieg der Gesamtumsatz gegenüber dem Vorjahr um 0,2 % und markierte mit 16,28 Mio. € ein neues Rekordniveau.
- Auf Grund von verschiedenen Effekten, wie einer Tariferhöhung im Brauereigewerbe oder einer Nachzahlung für die Abwasserkanalnutzung, konnte das Vorjahresniveau beim EBIT nicht ganz erreicht werden. Nach 0,34 Mio. € in 2013 wurden nunmehr 0,33 Mio. € erzielt.
- Wegen der Passivierung von latenten Steuern fiel zudem der Jahresüberschuss mit 0,01 Mio. € klar unter dem Vorjahresniveau von 0,26 Mio. € aus. Jedoch wird die Ausschüttung der Dividende von 0,06 Euro je Aktie dennoch beibehalten. Bereinigt man den Jahresüberschuss um die nicht liquiditätswirksamen passivierten latenten Steuern, ergibt sich ein bereinigter Jahresüberschuss in Höhe von 0,29 Mio. € welcher deutlich geringfügiger unter dem vergleichbaren bereinigten Vorjahreswert von 0,33 Mio. € lag.
- Für das Jahr 2015 geht der Vorstand der BHB Brauholding AG davon aus, dass die Umsatzerlöse um 2 % auf 16,6 Mio. € gesteigert werden können. Für 2016 erwarten wir eine Steigerung um weitere 1,5 %.
- Ergebnisseitig sollte in 2015 eine deutliche Verbesserung herbeigeführt werden können. Neben dem Umsatzzuwachs sollten die Sondereffekte aus 2014 entfallen und einen Ergebnissprung beim EBIT auf 0,40 Mio. € ermöglichen. In 2016 erwarten wir ein EBIT von 0,50 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von dann 3,0 %.
- **Die BHB Brauholding AG notiert rund 20 % unterhalb ihres Buchwertes. Angesichts der hohen Substanz des Unternehmens, der guten bilanziellen Relationen und der unverändert guten operativen Situation sowie Ausichten, halten wir diese Unterbewertung für nicht gerechtfertigt. Vor diesem Hintergrund behalten wir unser bisheriges Kursziel von 3,65 € bei und bestätigen das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

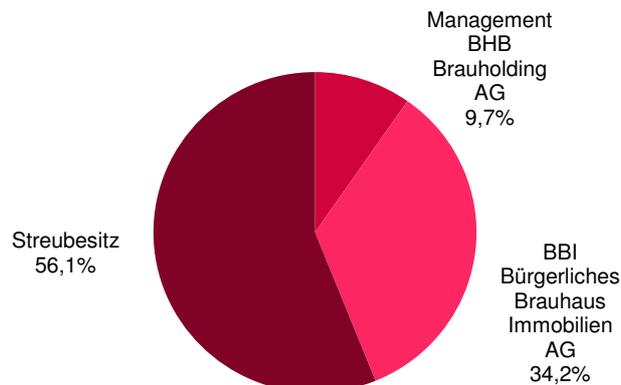
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2014)	4
Konsolidierungskreis (seit 01.01.2015)	4
Markenportfolio	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2014	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	12
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

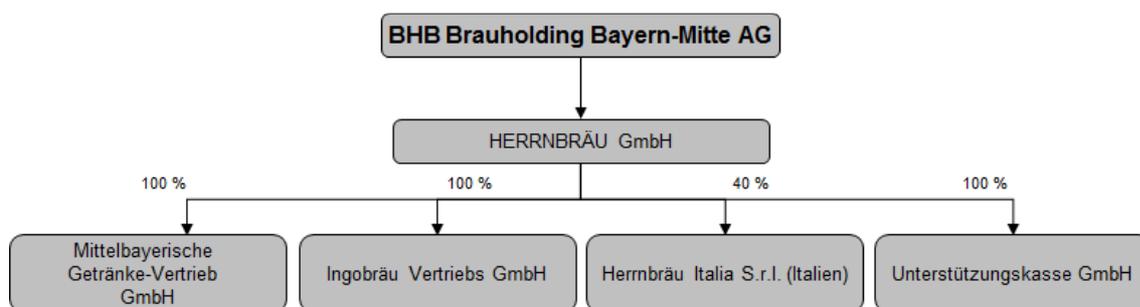
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2014)

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	9,70%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	34,18%
Streubesitz	56,12%

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis (seit 01.01.2015)



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio



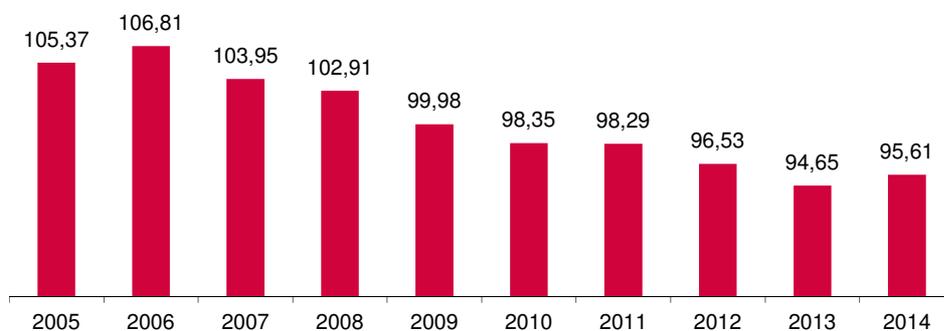
Quelle: BHB, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Das Jahr 2014 war für die deutschen Bierbrauer die beste Periode seit vielen Jahren. Nachdem seit dem Jahr 2007 ausschließlich ein rückläufiger Bierkonsum in Deutschland registriert wurde, war 2014 seither das erste Jahr, in welchem ein Anstieg zu verzeichnen war.

Dabei lag der Zuwachs bei 1,0 % auf 95,6 Millionen Hektoliter (Mio. hl). Die Hintergründe hinter dieser überraschend guten Entwicklung sind vielfältig. Ein wesentlicher Grund dafür ist, neben den günstigen Wetterbedingungen, die hervorragende Konsumstimmung in Deutschland, welche sich über das gesamte Jahr 2014 hinweg auf einem hohen Niveau hielt. Zum anderen ist sicherlich auch die Fußball-WM in Brasilien in Kombination mit dem Finalsieg der deutschen Mannschaft ein entscheidender Grund gewesen.

Entwicklung Bierabsatz in Deutschland seit 2005 (in Mio. hl)

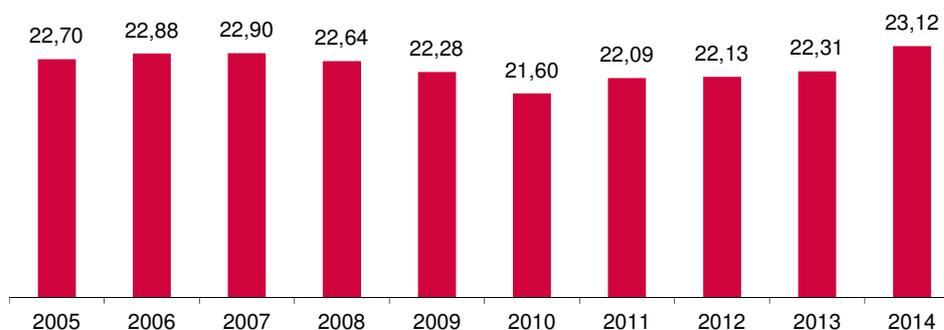


Quelle: Statistisches Bundesamt

In Bayern sieht die Situation den Bierabsatz betreffend bereits seit 2010 besser aus als auf Bundesebene. Seit 2010 konnte im Freistaat Bayern ein durchschnittliches jährliches Wachstum um 1,7 % ausgewiesen werden. Auch in 2014 lag die Zuwachsrate mit 3,6 % erneut klar über dem gesamtdeutschen Wert.

Der Hintergrund der nochmals besseren Entwicklung in Bayern ist vor allem die demografische Entwicklung sowie die Einkommenssituation. Während die Arbeitslosenzahlen in Bayern seit Jahren auf sehr niedrigen Niveaus rangieren und die Durchschnittseinkommen damit steigen, findet zudem eine stetige Zuwanderung statt. Aus dem zahlenmäßigen Bevölkerungswachstum in Bayern resultiert auch ein steigender Bierkonsum.

Entwicklung Bierabsatz in Bayern seit 2005 (in Mio. hl)



Quelle: Statistisches Bundesamt

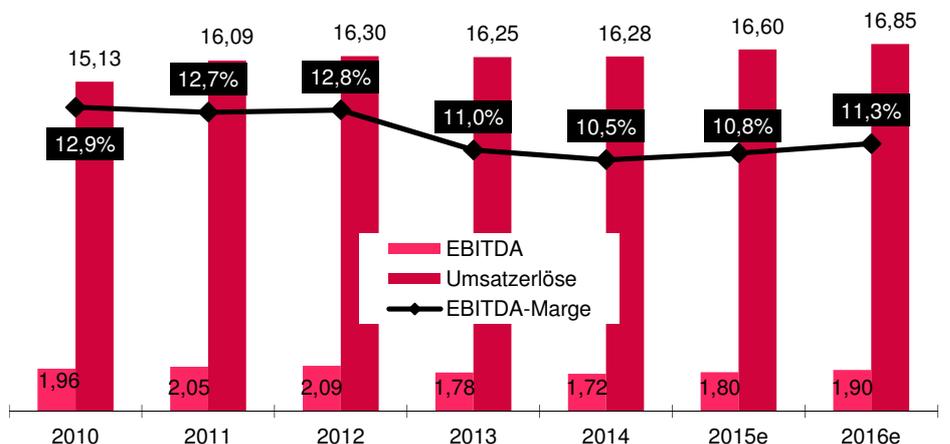
Auch Biermischungen haben in Bayern in 2014 erneut einen starken Zuwachs erlebt. Mit einem Plus von 7,4 % stiegen diese sogar überproportional zum Bierabsatz. Bundesweit waren Biermischungen in 2014 mit einem Rückgang um 2,4 % nicht so stark gefragt.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
Umsatzerlöse	16,25	100,0%	16,28	100,0%	16,60	100,0%	16,85	100,0%
Bestandsveränderung	0,05	0,3%	0,07	0,5%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,13	0,8%	0,25	1,5%	0,10	0,6%	0,10	0,6%
Materialaufwand	-6,07	-37,4%	-6,06	-37,2%	-6,10	-36,8%	-6,15	-36,5%
Rohergebnis	10,35	63,7%	10,54	64,7%	10,60	63,9%	10,80	64,1%
Personalaufwand	-4,75	-29,3%	-4,83	-29,7%	-4,90	-29,5%	-4,95	-29,4%
Abschreibungen	-1,43	-8,8%	-1,38	-8,5%	-1,40	-8,4%	-1,40	-8,3%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,12	-19,2%	-3,28	-20,2%	-3,16	-19,1%	-3,20	-19,0%
Betriebsergebnis	1,04	6,4%	1,04	6,4%	1,13	6,8%	1,25	7,4%
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,09	0,6%	0,09	0,6%	0,09	0,5%	0,09	0,5%
Zinserträge	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,01	-0,1%	-0,01	-0,1%	-0,01	-0,1%	-0,01	-0,1%
Zinsaufwendungen	-0,01	-0,1%	-0,02	-0,1%	-0,02	-0,1%	-0,02	-0,1%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1,12	6,9%	1,09	6,7%	1,19	7,2%	1,31	7,8%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,07	-0,4%	-0,30	-1,8%	-0,13	-0,8%	-0,16	-1,0%
Sonstige Steuern	-0,78	-4,8%	-0,79	-4,8%	-0,81	-4,9%	-0,83	-4,9%
Jahresüberschuss	0,26	1,6%	0,01	0,1%	0,25	1,5%	0,32	1,9%
Um passive latente Steuern bereinigter Jahresüberschuss	0,33	2,0%	0,29	1,8%	0,25	1,5%	0,32	1,9%
EBITDA	1,78		1,72		1,80		1,90	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>11,0</i>		<i>10,5</i>		<i>10,8</i>		<i>11,3</i>	
EBIT	0,34		0,33		0,40		0,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>2,1</i>		<i>2,0</i>		<i>2,4</i>		<i>3,0</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,09		0,00		0,08		0,10	
Um passive latente Steuern bereinigtes Ergebnis je Aktie in €	0,11		0,09		0,08		0,10	
Dividende je Aktie in €	0,06		0,06		0,06		0,06	
Aktienzahl in Mio. Stück	3,100		3,100		3,100		3,100	

Umsatz- und Ergebniskennzahlen



Quelle: BHB, GBC

Geschäftsentwicklung 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	16,25	+0,2 %	16,28
EBITDA	1,78	-3,9 %	1,72
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>11,0%</i>	<i>-0,5 Pp.</i>	<i>10,5%</i>
EBIT	0,34	-3,0 %	0,33
<i>EBIT-Marge</i>	<i>2,1%</i>	<i>-0,1 Pp.</i>	<i>2,0%</i>
Jahresüberschuss	0,26	-95,7 %	0,01
Um passive latente Steuern bereinigter Jahresüberschuss	0,33	-12,1 %	0,29
EPS in €	0,09	-95,7 %	0,00
Um passive latente Steuern bereinigtes EPS in €	0,11	-12,1 %	0,09

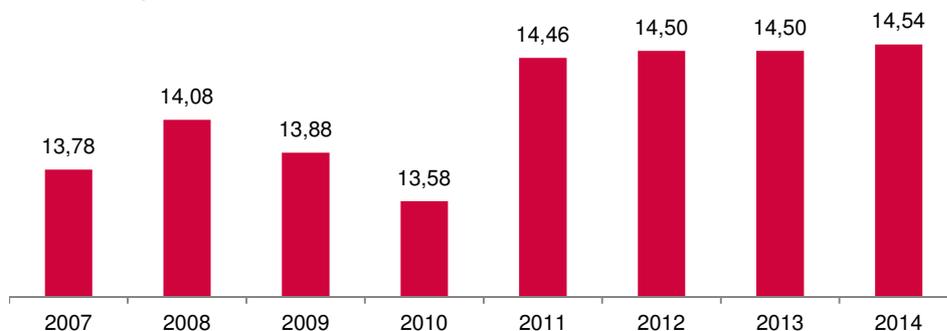
Quelle: BHB, GBC

Umsatzentwicklung

Vor dem Hintergrund der verbesserten Gesamtmarktlage konnte die BHB Brauholding AG ihren Absatz in 2014 um 0,6 % auf 211 Tausend Hektoliter (thl) steigern. Bei den eigenen Getränken, also exklusive Handelswaren, lag der Zuwachs bei 1,1 % und damit in etwa proportional zur Gesamtmarktentwicklung in Deutschland. Um 4,1 % rückläufig entwickelte sich das volumenmäßig kleinere Geschäft mit Handelswaren.

Auf die Umsatzerlöse heruntergebrochen, konnten diese im Getränkebereich um 0,3 % auf 14,54 Mio. € gesteigert werden und damit einen neuen Höchstwert markieren. In Relation zur Absatzentwicklung spiegelt die Umsatzentwicklung bei den Getränken den herrschenden Preisdruck am Markt wider.

Entwicklung des Getränkeumsatzes (in Mio. €)



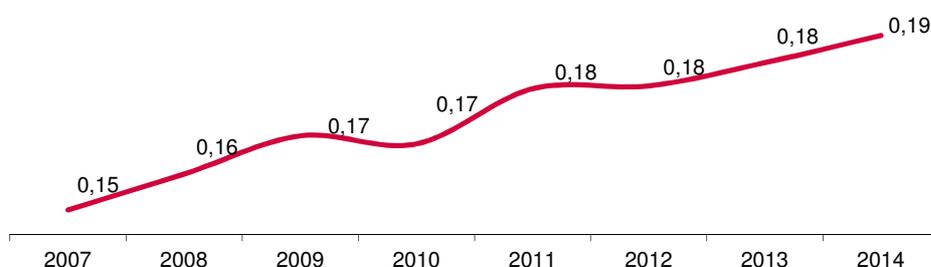
Quelle: BHB, GBC

Dass sich die Gesamtumsatzerlöse mit 0,2 % unterhalb des Getränkeumsatzes entwickelt haben, ist wiederum auf niedrigere Pachterlöse zurückzuführen. In den kommenden Perioden soll die Zahl der angepachteten Gastronomieobjekte reduziert werden. Dies wird sich zum einen in leicht rückläufigen Umsatzerlösen in diesem Bereich niederschlagen, aber zum anderen auch zu einer Entlastung bei den Pacht aufwendungen führen. Insgesamt wird sich damit in den kommenden Jahren das Pachtrisiko reduzieren und die Rohertragsmarge verbessern.

Insgesamt betrachtet konnte die BHB Brauholding AG ihre Umsatzsituation in 2014 qualitativ weiter verbessern. Vor allem der Getränkeabsatz wurde weiter gestärkt. Quantitativ wurden die Ziele nicht ganz erreicht, da insbesondere das zweite Halbjahr 2014 schwächer ausfiel als erwartet. Als Grund hierfür ist vor allem die durchwachsene Wetterlage in der zweiten Jahreshälfte zu sehen.

Die qualitative Verbesserung der Umsatzerlöse drückt sich vor allem in der Kennzahl Getränkeumsatz pro Mitarbeiter aus. Hier konnten in den vergangenen Jahren stetige Verbesserungen erreicht werden. Mit 0,19 Mio. € Getränkeumsatz pro Mitarbeiter wurde auch in 2014 ein neuer Höchstwert erreicht und bringt die steigende Mitarbeitereffizienz gut zum Ausdruck.

Getränkeumsatz pro Mitarbeiter in Mio. €



Quelle: BHB, GBC

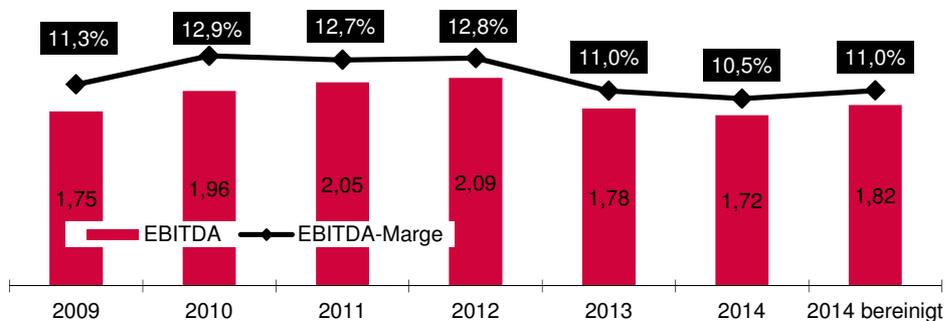
Ergebnisentwicklung

Über das Jahr 2014 hinweg haben sich die Preise für Einsatzstoffe wie Hopfen und Malz stabil gezeigt. In Verbindung mit den gesunkenen Pachtaufwendungen konnte eine Verbesserung der Rohertragsmarge von 63,7 % auf 64,8 % herbeigeführt werden. Die Verbesserung wäre noch höher ausgefallen, rechnet man einen Einmaleffekt in Höhe von rund 0,1 Mio. € auf Grund einer Nachzahlung für die Abwasserkanalnutzung heraus.

Trotz des verbesserten Rohertrags lag das EBITDA mit 1,72 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Hintergrund dessen waren zum Teil erhöhte operative Aufwendungen. Zum einen war ein Anstieg des Personalaufwandes um 1,7 % zu verbuchen, was auf eine 3 %ige Tarifierhöhung gemäß Brauereitarifvertrag zum 01.03.2014 zurückzuführen ist. Voraussichtlich wird sich dieser auch in 2015 noch erhöhend auf den Personalaufwand auswirken.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gab es eine Erhöhung um 5,2 % auf 3,28 Mio. €, welche in erster Linie auf um 0,1 Mio. € höhere Fremdleistungen zurückzuführen ist. Hintergrund dessen sind steigende Logistikaufwendungen, welche unter anderem in Zusammenhang mit der Ausweitung des Vertriebsgebietes zu sehen sind.

Entwicklung von EBITDA und EBITDA-Marge (in Mio. €)



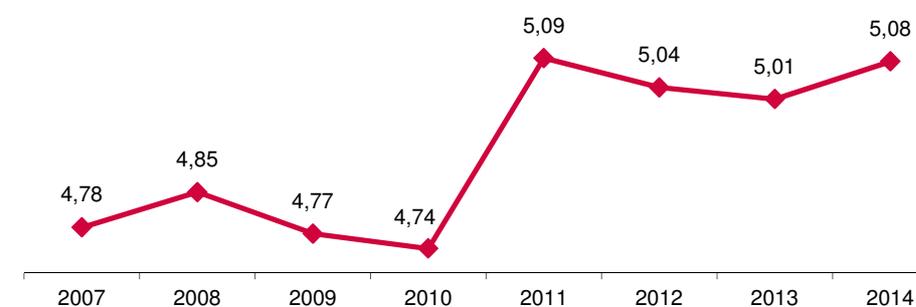
Quelle: BHB, GBC

Zu betonen ist hinsichtlich des EBITDA jedoch auch, dass dieses ohne den Einmaleffekt aus der Nachzahlung für die Abwasserkanalnutzung mit 1,82 Mio. € deutlich höher als im Vorjahr ausgefallen wäre. Die adjustierte EBITDA-Marge wäre mit 11 % auf Vorjahresniveau gelegen.

Trotz der operativen Ergebnisse annähernd auf Vorjahresniveau, lag der Jahresüberschuss mit 0,01 Mio. € klar unter Vorjahr (2013: 0,26 Mio. €). Hierbei wirkte sich als weiterer Sondereffekt insbesondere die Bildung von passiven latenten Steuern aus, welche den Steueraufwand entsprechend erhöhten. Diese wurden auf Grund der getätigten Investitionen und deren unterschiedlichen Behandlung in Steuer- und Handelsbilanz gebildet, haben aber keine Auswirkung auf die Liquidität des Unternehmens. Bereinigt um die latenten Steuern lag der Jahresüberschuss mit 0,29 Mio. € deutlich geringfügiger unter dem vergleichbaren bereinigten Vorjahreswert von 0,33 Mio. €.

In Zusammenhang der Gesamtbetrachtung des GJ 2014 ist auch die Betrachtung der Wertschöpfung, also der generierte Überschuss des Produktionswertes über den Vorleistungen, der BHB Brauholding AG aussagekräftig. Diese konnte in den vergangenen Jahren stetig verbessert werden und lag in 2014 mit 5,08 Mio. € nahe dem Hoch aus 2011.

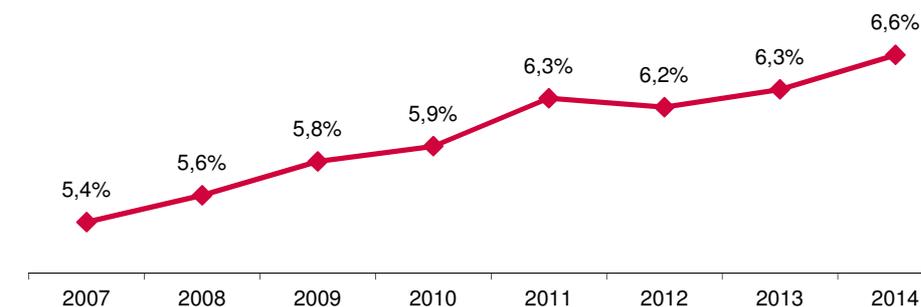
Entwicklung der Wertschöpfung in Mio. €



Quelle: BHB, GBC

Noch deutlicher werden die Verbesserungen über die vergangenen Jahre hinsichtlich der Produktivität bei der Betrachtung der Wertschöpfung pro Mitarbeiter, der sog. Arbeitsproduktivität. Diese wurde seit 2007 von 5,4 % auf 6,6 % gesteigert und zeigt die erreichten Fortschritte deutlich auf.

Entwicklung der Arbeitsproduktivität



Quelle: BHB, GBC

Insgesamt schätzen wir die Ergebnisentwicklung vor den genannten Hintergründen als positiv ein. Den nicht im Einfluss des Managements stehenden Kostenzuwachsen konnte das Unternehmen einmal mehr gut begegnen und das hohe Rentabilitätsniveau auf EBITDA-Basis verteidigen. Gleichzeitig wurde die Produktivität des Unternehmens weiter verbessert. Insofern schätzen wir die BHB Brauholding AG unverändert als ein sehr effizient geführtes Unternehmen ein, das vor allem auch schnell höhere Rentabilitätsniveaus auf EBIT- und Nettobasis erreichen kann, wenn auf der Umsatzseite Verbesserungen herbeigeführt werden können. Auch diesbezüglich sind wir vor dem Hintergrund der getätigten Kooperationen und stetigen Ausweitung des Absatzgebietes positiv gestimmt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

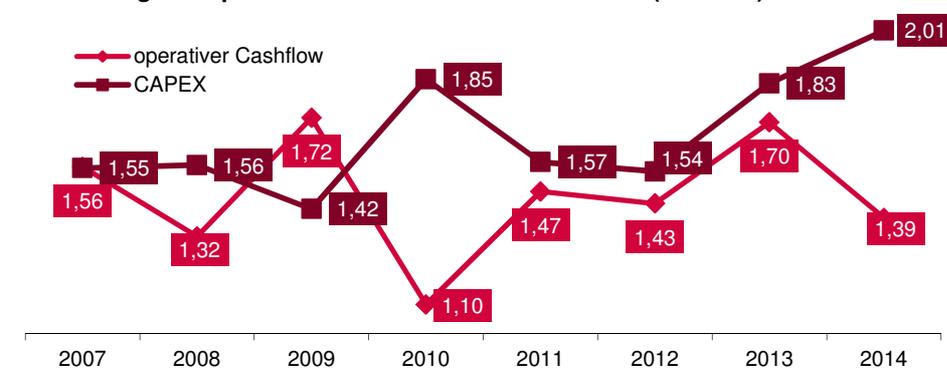
in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	10,71	10,79	10,62
EK-Quote (in %)	81,4 %	81,6 %	75,7 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,00	0,68
Liquide Mittel	1,14	0,87	0,69
Nettoverschuldung	-1,14	-0,87	0,01
Operatives Anlagevermögen	4,95	5,33	5,93
Net Working Capital	1,29	1,29	1,31

Quelle: BHB, GBC

Im GJ 2014 hat die BHB Brauholding AG noch einmal verstärkt Investitionen in das Anlagevermögen vorgenommen. Unter anderem betrafen diese eine Investition in eine Hefereinzuchanlage, mittels welcher die Qualität der Biere noch weiter verbessert werden soll. Insgesamt lagen die Investitionen in Sachanlagen (ohne Investitionen in Finanzanlagen) im Jahr 2014 bei 2,01 Mio. € und damit nochmals leicht über dem Vorjahresniveau.

Finanziert wurde die Investition der Hefereinzuchanlage mittels Fremdfinanzierung, so dass sich die Bankverbindlichkeiten unter anderem deshalb, aber auch auf Grund weiterer Investitionen zum 31.12.2014 auf 0,68 Mio. € beliefen. Im Vorjahr wurde nicht auf Fremdfinanzierung zurückgegriffen. Im Zuge dessen verringerte sich die Eigenkapitalquote leicht auf 75,7 %, bewegte sich aber dennoch unverändert auf einem im Branchenvergleich überdurchschnittlich hohen Niveau. Entsprechend der Investitionen war auch ein entsprechender Anstieg des operativen Anlagevermögens zu beobachten.

Entwicklung des operativen Cashflows und des CAPEX (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC; *operative Cashflows bereinigt um Veränderungen Darlehensforderungen, CAPEX ohne Investitionen in das Finanzanlagevermögen

Erneut fiel der operative Cashflow mit 1,39 Mio. € deutlich positiv aus und lag abermals auch oberhalb des EBIT-Niveaus. In den vergangenen Jahren erwirtschaftete die BHB Brauholding AG kontinuierlich hohe positive operative Cashflows. Ein wesentlicher Grund für diese Cashflowstärke ist dabei das effiziente Working-Capital-Management. Seit vielen Jahren gelingt es dem Unternehmen die Working-Capital-Quoten stabil zu halten und so eine unnötige Cashbindung zu vermeiden.

Insgesamt ist die bilanzielle und finanzielle Situation der BHB Brauholding AG sehr komfortabel, insbesondere wenn man dies im Branchenvergleich betrachtet. Angesichts der hohen Anlagenintensität des Unternehmens ist eine derart hohe Eigenkapitalquote sehr vorteilhaft. Da das Brauereigeschäft mit einem hohen Margendruck verbunden ist, unterstützen die sehr niedrigen Finanzierungsaufwendungen das Nettoergebnis.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Anorganisches Wachstum durch aktive Rolle im Konsolidierungsprozess der Brauereibranche ermöglicht steigende Absätze entgegen dem Markttrend • Solide Eigenkapitalquote von 75,7 % und keine Nettoverschuldung • Dynamisches Exportgeschäft unterstützt Wachstumsprozess • Starke Positionierung auf den Kernmärkten ermöglicht Preiserhöhungen durchzusetzen • Konstant hohe Working Capital-Effizienz über die vergangenen Jahre hinweg 	<ul style="list-style-type: none"> • 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 • Der Getränkeabsatz ist zum Teil wetterabhängig und die Umsätze daher gewissen Schwankungen unterworfen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Das Exportgeschäft, das derzeit nach Italien und Polen betrieben wird, könnte auch in weitere Regionen 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-WM, könnten den Bierabsatz in den entsprechenden Jahren zusätzlich beleben • Schwerpunktmäßige Positionierung auf dem bayerischen Markt ermöglicht Partizipation am regionalen Wachstum und stabile operative Cashflows 	<ul style="list-style-type: none"> • 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 Absatzzrückgängen 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

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e (alt)	GJ 2015e (neu)	GJ 2016e
Umsatzerlöse	16,28	17,03	16,60	16,85
EBITDA	1,72	1,96	1,80	1,90
EBITDA-Marge	10,5 %	11,5 %	10,8 %	11,3 %
EBIT	0,33	0,51	0,40	0,50
EBIT-Marge	2,0 %	3,0 %	2,4 %	3,0 %
Konzernjahresüberschuss	0,01	0,33	0,25	0,32
EPS in €	0,00	0,11	0,08	0,10

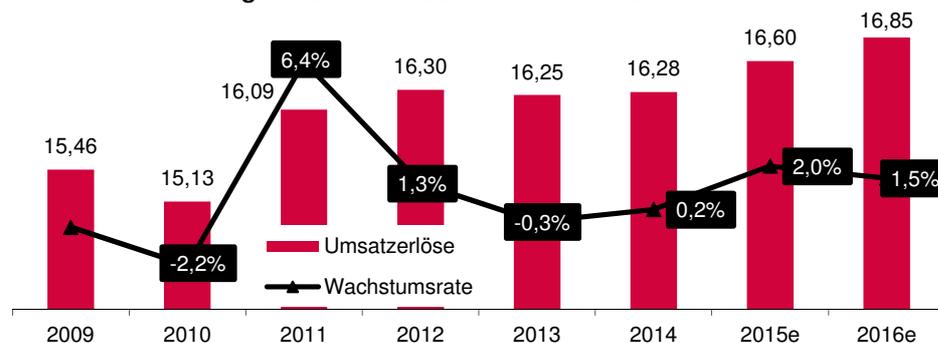
Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Mit der Positionierung im Premiumsegment des Biermarktes ist die BHB Brauholding AG in unseren Augen gut positioniert. Während bei den Massenprodukten der internationalen Brauereiketten ein hoher Preiskampf herrscht, ist im Spezialitätenbereich der Druck nicht so hoch. Ohnehin findet ein zunehmender Trend hin zu qualitativ hochwertigen Bieren statt. Diesen bedient die BHB Brauholding AG mit ihrem Angebot ideal. Aber auch innovative Packungsgrößen, abseits der klassischen Bierkästen, gewinnen immer weiter an Bedeutung und kommen dem Unternehmen zu Gute.

Daneben arbeitet die BHB Brauholding AG stetig daran ihren Absatzmarkt zu vergrößern. All diese Aspekte sollen im Jahr 2015 zu einem deutlich erhöhten Ausstoß führen, einhergehend mit einer deutlichen Umsatzsteigerung um 2 % auf 16,6 Mio. €. Damit liegt die Umsatzerwartung zwar unterhalb unserer bisherigen Prognose, zeigt aber dennoch eine klar aufwärtsgerichtete Entwicklung auf. Die Prognose wurde vom Vorstand getroffen, obwohl der Start in das neue Jahr seitens des Gesamtmarktes verhalten war. Ausgehend von hohen Vorgaben im Vorjahr, auf Grund des sehr milden Winters, ist der Bierabsatz im Januar 2015 in Deutschland um fast 10 % rückläufig gewesen.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse und der Wachstumsrate



Quelle: GBC

Auch für das GJ 2016 gehen wir dann von einer weiteren Steigerung der Absatzmengen und damit verbunden der Umsatzerlöse um 1,5 % aus. Das Umsatzniveau sollte dann eine Marke von 16,85 Mio. € erreichen.

Ergebnisprognosen

Die vergangenen beiden Jahre waren für die BHB Brauholding AG von exogenen Einflussfaktoren geprägt (Nachzahlungen Abwasserkanalnutzung, Passivierung latenter Steuern etc.). Unter diesen Effekten hat auch die Rentabilität gelitten. Jedoch hat sich an der Kernrentabilität des Unternehmens nichts verändert. Vielmehr wurden die Effizienz und Produktivität sogar weiter gesteigert.

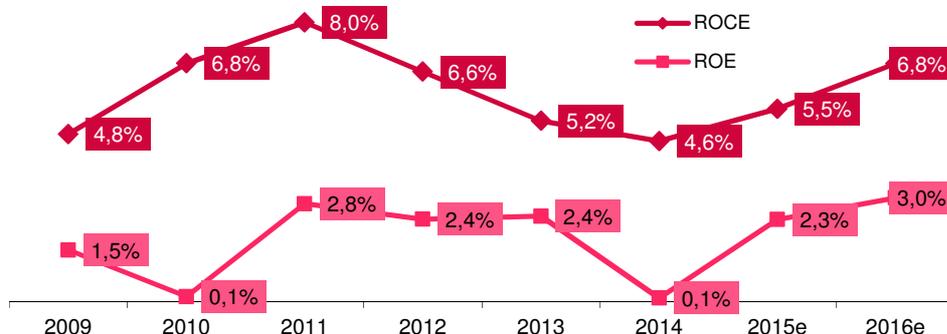
Darauf aufbauend, sollten sich steigende Umsatzerlöse in den kommenden Jahren sehr positiv auf die Ergebnisentwicklung auswirken und zu entsprechenden Skaleneffekten führen. Daher ist bereits für das Jahr 2015 von einer deutlichen Verbesserung des EBIT und der EBIT-Marge auszugehen.

Wir erwarten, dass bereits im GJ 2015 ein EBIT in Höhe von 0,40 Mio. € wieder erreicht werden kann, was einer EBIT-Marge von 2,4 % entspricht. Eine EBIT-Marge in dieser Höhe erreichte das Unternehmen bereits in 2012, bei einem noch niedrigeren Umsatzniveau. Unsere bisherige Prognose für das GJ 2015 haben wir damit ebenfalls nach unten adjustiert. Dennoch halten wir das Erreichen eines EBIT von 0,50 Mio. € bzw. eine EBIT-Marge von 3,0 % nach wie vor für realistisch. Nunmehr gehen wir davon aus, dass diese Werte auf Grund der erwähnten Sondereinflüsse im GJ 2016 eintreffen werden.

Diese erwartete Ergebnisverbesserung wird sich unseres Erachtens auch auf der Nettoebene niederschlagen. Es ist davon auszugehen, dass die Zinsaufwendungen auch in den kommenden Jahren niedrig bleiben werden. Selbst wenn weitere Investitionen per Fremdfinanzierung getätigt werden sollten, ist somit nicht von einem deutlichen Anstieg der Zinsaufwendungen auszugehen. Auch steuerlich sollten in den kommenden Perioden keine weiteren Sondereffekte zu beobachten sein.

Angesichts dessen erwarten wir Nettoergebnisse von 0,25 Mio. € und 0,32 Mio. € für die Jahre 2015, respektive 2016. Auf dieser Basis sollte es dem Unternehmen weiterhin möglich sein, eine Dividende in Höhe von 0,06 € pro Aktie auszuschütten. Denkbar sind jedoch dann auch höhere Ausschüttungen.

Erwartete Entwicklung der Kapitalrenditen



Quelle: GBC

Die verbesserten Ergebnisse und Margen werden sich auch positiv auf die Kapitalrenditen auswirken, nachdem diese zuletzt etwas niedriger ausfielen. Jedoch ist auch zu betonen, dass die Kapitalrenditen bei Bereinigung um die erwähnten Sondereffekte klar besser ausgefallen wären. Ungeachtet dessen erwarten wir, dass sowohl die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE), als auch die Eigenkapitalrendite (ROE), in den kommenden beiden Jahren wieder historisch erreichte Niveaus erreichen werden.

Wir schätzen die BHB Brauholding AG weiterhin als attraktives Substanzwertunternehmen ein. Durch die Sonderfaktoren in den vergangenen beiden Jahren wurde die Kernrentabilität des Unternehmens unserer Einschätzung nach verdeckt. Nun sollten sich derartige Einflüsse in 2015 bzw. 2016 nicht wiederholen und es sollte die volle Ertragskraft des Unternehmens zu Tage treten. Spätestens dann sollte die Unterbewertung der Aktie der BHB Brauholding AG abgebaut werden.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015 bis 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,40 % (bisher: 7,40 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,40 % (bisher: 7,40 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,65 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als **Kursziel 3,65 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel unverändert belassen.

DCF-MODELL

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	12,5%	ewige EBITA - Marge	4,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	23,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	7,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	16,60	16,85	17,10	17,36	17,62	17,88	18,15	18,43		
US Veränderung	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%		1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,78	2,79	2,78	2,78	2,79	2,81	2,84	2,87		
EBITDA	1,80	1,90	2,14	2,17	2,20	2,24	2,27	2,30		
EBITDA-Marge	10,8%	11,3%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%		
EBITA	0,40	0,50	0,75	0,75	0,77	0,79	0,81	0,83		
EBITA-Marge	2,4%	3,0%	4,4%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,5%		4,3%
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,17	-0,25	-0,25	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27		
zu EBITA	34,5%	33,9%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%		33,0%
EBI (NOPLAT)	0,26	0,33	0,50	0,50	0,51	0,53	0,54	0,56		
Kapitalrendite	3,6%	4,5%	6,8%	6,7%	6,8%	6,8%	7,0%	7,1%		6,7%
Working Capital (WC)	1,31	1,32	1,34	1,36	1,38	1,40	1,42	1,45		
WC zu Umsatz	7,9%	7,8%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%		
Investitionen in WC	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,98	6,05	6,16	6,24	6,31	6,36	6,39	6,42		
AFA auf OAV	-1,40	-1,40	-1,39	-1,42	-1,44	-1,45	-1,46	-1,47		
AFA zu OAV	23,4%	23,1%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%		
Investitionen in OAV	-1,45	-1,48	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50		
Investiertes Kapital	7,28	7,37	7,50	7,60	7,69	7,76	7,82	7,87		
EBITDA	1,80	1,90	2,14	2,17	2,20	2,24	2,27	2,30		
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,17	-0,25	-0,25	-0,25	-0,26	-0,27	-0,27		
Investitionen gesamt	-1,44	-1,49	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52		
Investitionen in OAV	-1,45	-1,48	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50		
Investitionen in WC	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	0,22	0,24	0,37	0,40	0,43	0,46	0,48	0,51		8,35

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,63	7,87
Barwert expliziter FCFs	2,22	2,12
Barwert des Continuing Value	5,41	5,76
Nettoschulden (Net debt)	-3,39	-3,43
Wert des Eigenkapitals	11,02	11,30
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,02	11,30
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,55	3,65

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,98
Eigenkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,4%

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%
6,2%	3,76	3,61	3,48	3,37	3,26
6,5%	3,86	3,70	3,57	3,44	3,33
6,7%	3,95	3,79	3,65	3,52	3,41
7,0%	4,04	3,88	3,73	3,59	3,48
7,2%	4,14	3,96	3,81	3,67	3,55

ANHANG

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10\%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10\%$ und $< + 10\%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10\%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a;5b;11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, 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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de