



Researchstudie (Anno)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Umsatzplus bei Bier um 2,6%. Marktanteile gewonnen.

-

Leichte modellbedingte Kurszielanpassung

Kursziel: 3,65 € (bisher: 3,75 €)

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: 3,75 €

Aktueller Kurs: 2,80
24.04.2016 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
WKN: A1CRQD
Börsenkürzel: B9B
Aktienanzahl³: 3,1
Marketcap³: 8,77
Enterprise Value³: 8,03
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,10 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

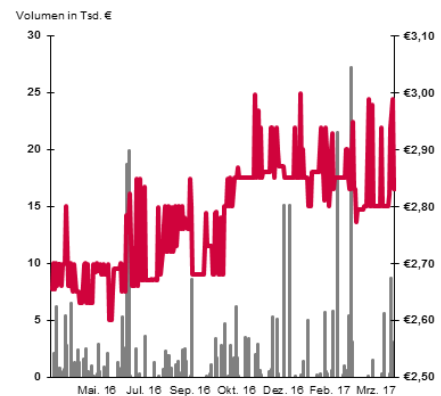
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 80

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	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz (brutto)	17,14	17,10	17,30	17,56
EBITDA	1,88	1,85	1,88	1,93
EBIT	0,47	0,40	0,41	0,43
Jahresüberschuss	0,31	0,21	0,26	0,27

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,10	0,07	0,08	0,09
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,45	0,46	0,46	0,45
EV/EBITDA	4,13	4,29	4,22	4,10
EV/EBIT	16,49	20,05	19,46	18,29
KGV	28,00	41,33	33,38	32,15
KBV		0,81		

Finanztermine

30.06.2017: Hauptversammlung
07.08.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
24.02.2017: RS / 3,75 / KAUFEN
12.10.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
09.08.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
05.07.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
20.04.2016: RS / 3,75 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im GJ 2016 verbuchte die BHB Brauholding AG einen minimalen Umsatzrückgang von 0,2% auf 17,10 Mio. € (VJ: 17,14 Mio. €). Diese Entwicklung war insbesondere auf den heißen Sommer des Vorjahres zurückzuführen, welcher den Getränkekonsum erhöhte. Weiterhin verhinderte ein schwächeres Vorweihnachtsgeschäft das Einholen des Vorjahresergebnisses. Vor dem Hintergrund der genannten Punkte ist das Ergebnis als sehr gut anzusehen.
- Der Biermarkt entwickelte sich weiterhin rückläufig, jedoch konnte die BHB Brauholding AG ihren Bierabsatz entgegen der Marktentwicklung steigern. Insbesondere die Gewinnung von weiteren Marktanteilen im Biermarkt spricht für die Nachfrage nach den Produkten der BHB Brauholding.
- Ergebnisseitig reduzierte sich das EBITDA leicht um 1,6% auf 1,85 Mio. € (VJ: 1,88 Mio. €). Diese Entwicklung ist hauptsächlich dem zusätzlichen Personalaufwand geschuldet, welcher durch tarifbedingte Lohnerhöhungen verursacht wurde. Gleichzeitig erzielte die BHB Brauholding deutliche Einsparungen bei den Materialkosten und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Hier konnten durch Kostendisziplin und durch weitere Optimierungen der Logistik deutliche Effizienzsteigerungen erzielt werden.
- Für das kommende GJ 2017 erwarten wir weitere Absatzsteigerungen auf 217 thl (VJ: 215 thl). Analog hierzu gehen wir von einer Umsatzausweitung auf 17,30 Mio. € (17,10 Mio. €) aus. Wir erwarten, dass die zusätzlichen Umsätze durch eine Verdichtung des Vertriebsnetzes sowie den Ausbau des Exports vorangetrieben wird. Hier erwarten wir besonders eine steigende Nachfrage aus Italien und Polen. Darüber hinaus gehen wir von einem Ausbau des Handelsgeschäfts aus mit einer Fokussierung auf margenstärkere Verträge.
- Ergebnisseitig erwarten wir für das GJ 2017 eine leichte Margenverbesserung. Konkret gehen wir von einem EBIT in Höhe von 0,42 Mio. €, bei einer 2,4%igen EBIT-Marge für das GJ 2017 aus. Entscheidend für die Entwicklung ist die Umsatzsteigerung, da die Produktion der BHB Brauholding sehr fixkostenlastig ist. Neben den sehr gut verhandelten Energiekosten sollte das Unternehmen die steigenden Personalkosten durch sukzessive Effizienzsteigerungen ausgleichen können. Dies kann z.B. durch eine Verdichtung des Vertriebsnetzes erzielt werden, somit würden die Logistikkosten unterproportional zu dem zusätzlichen Umsatz ansteigen.
- **Insgesamt sehen wir die BHB Brauholding in ihrem Markt sehr gut aufgestellt. Die Gewinnung zusätzlicher Marktanteile beweist, dass eine deutliche Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens existiert. Mit der Umsatzausweitung erwarten wir, dass sich die Marge auch sukzessive verbessert. Wir gehen davon aus, dass die Ziel-EBIT-Marge von 3% mittelfristig erreicht werden kann. Wir passen das Kursziel von 3,75 € auf 3,65 € leicht an, bedingt durch eine modellbedingte Aktualisierung des risikolosen Zinssatzes. Die operative Bewertung der BHB Brauholding sehen wir nach wie vor als sehr attraktiv an. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses von 2,80 € je Aktie ergibt sich bei unserem Kursziel von 3,65 € ein Upside-Potenzial von 30,4%. Dementsprechend vergeben wir wiederholt das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

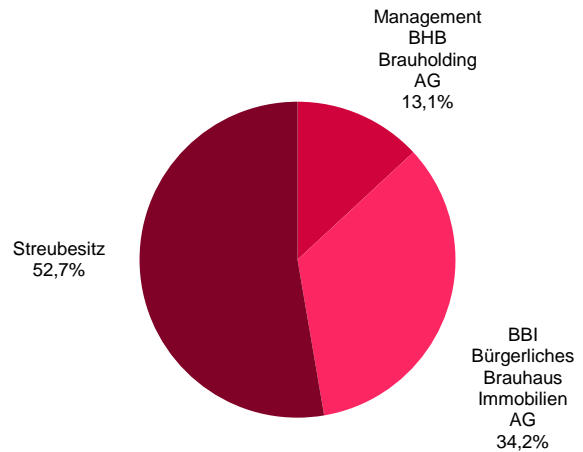
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2016)	4
Konsolidierungskreis	4
Markenportfolio	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2016	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle 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

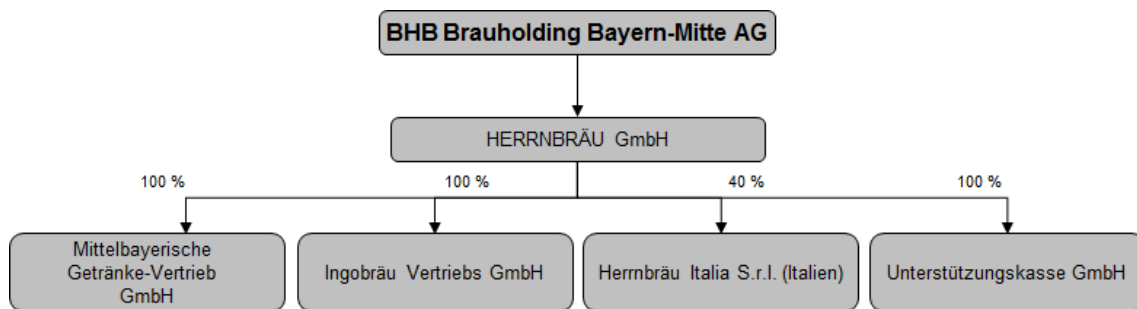
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2016)

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	13,10%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	34,20%
Streubesitz	52,70%

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio

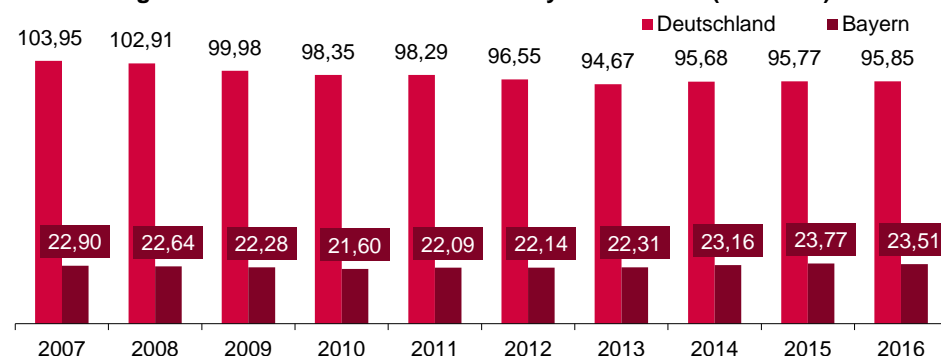


Quelle: BHB, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Im Jahr 2016 stieg der Bierabsatz in Deutschland zum zweiten Mal in Folge leicht an. Wie bereits in 2015 lag der Zuwachs bei 0,1%. Angesichts der jahrelang rückläufigen Entwicklung ist dies jedoch eine erfreuliche Entwicklung, die vor allem durch die gute Arbeitsmarktlage und damit verbundene Konsumstimmung getragen sein dürfte. In den Bundesländern mit den betragsmäßig höchsten Absatzmengen, Nordrhein-Westfalen und Bayern, waren jedoch rückläufige Entwicklungen zu beobachten. In Bayern lag der Rückgang dabei bei -1,1% gegenüber 2015. Angesichts dessen ist eine Steigerung des Bierabsatzes der BHB Brauholding um 2,6% als sehr gut einzuschätzen. Das Unternehmen dürfte damit weitere Marktanteile gewonnen haben.

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

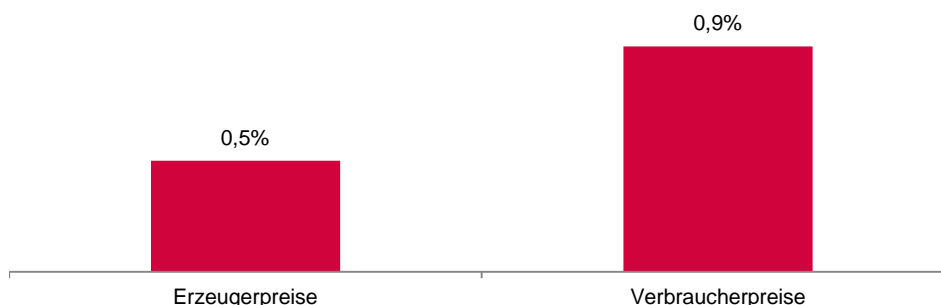


Quelle: Statistisches Bundesamt

Im Jahr 2016 kam es auf dem Biermarkt zu Preiserhöhungen. Durchschnittlich haben sich die Verbraucherpreise für Bier um 0,9% erhöht. Dabei war aber insbesondere Fassbier betroffen, so dass die Preise in der Gastronomie gestiegen sind. Flaschenbiere im Einzelhandel haben hingegen kaum Preiserhöhungen erlebt, was nach wie vor Konsequenz eines aggressiven Preiskampfes der großen Brauereikonzerne ist. Jedoch betrifft dieser insbesondere die „Standardsorten“ Pils oder Weizen. Spezialitäten wie Helles, Schwarzbier oder Kölsch konnten laut einer Untersuchung des Marktforschungsunternehmens Nielsen im Preisniveau zulegen. Aus unserer Sicht ist das für die BHB Brauholding eine begünstigende Tendenz, dass das Unternehmen mit vielen Spezialitäten in den Nischenbereichen aktiv ist.

Förderlich war in 2016 auch, dass die Erzeugerpreise mit 0,5% so wenig gestiegen sind wie seit mehreren Jahren nicht mehr. Die niedrigeren Rohstoff- und Energiepreise haben dabei für etwas Entlastung gesorgt. In 2017 ist jedoch bereits wieder mit steigenden Erzeugerpreisen zu rechnen. Rohstoffpreise, aber auch Lohn- und Energiekosten haben jüngst bereits wieder einen Anstieg erfahren. Dies wird sich in 2017 bemerkbar machen.

Veränderung der Erzeuger- und Verbraucherpreise für Bier 2016



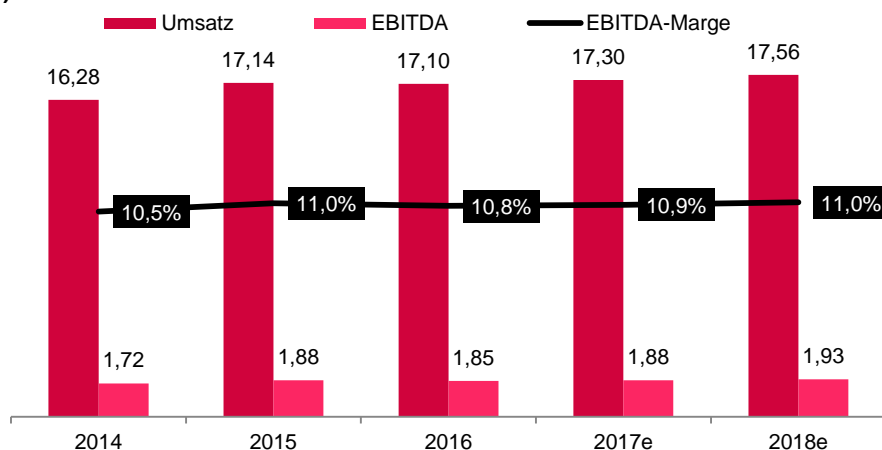
Quelle: Statistisches Bundesamt

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015		GJ 2016		GJ 2017e		GJ 2018e	
Umsatzerlöse (brutto)	17,14	100,0%	17,10	100,0%	17,30	100,0%	17,56	100,0%
Biersteuer	-0,75	-4,4%	-0,77	-4,5%	-0,80	-4,6%	-0,81	-4,6%
Umsatzerlöse (netto)	16,39	95,6%	16,34	95,5%	16,50	95,4%	16,75	95,4%
Bestandsveränderung	0,00	0,0%	0,01	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,11	0,6%	0,08	0,5%	0,10	0,6%	0,10	0,6%
Materialaufwand	-6,34	-37,0%	-6,30	-36,8%	-6,37	-36,8%	-6,50	-37,0%
Rohergebnis	10,16	59,3%	10,13	59,2%	10,24	59,2%	10,35	59,0%
Personalaufwand	-4,90	-28,6%	-4,97	-29,1%	-5,05	-29,2%	-5,10	-29,0%
Abschreibungen	-1,41	-8,2%	-1,45	-8,5%	-1,48	-8,5%	-1,50	-8,5%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,40	-19,8%	-3,29	-19,3%	-3,28	-19,0%	-3,30	-18,8%
Betriebsergebnis	0,45	2,6%	0,41	2,4%	0,44	2,5%	0,45	2,6%
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,08	0,4%	0,07	0,4%	0,06	0,3%	0,06	0,3%
Zinserträge	0,01	0,0%	0,00	0,0%	0,01	0,1%	0,01	0,1%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	0,00	0,0%	-0,03	-0,1%	-0,03	-0,2%	-0,03	-0,2%
Zinsaufwendungen	-0,03	-0,2%	-0,03	-0,2%	-0,03	-0,2%	-0,03	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,49	2,9%	0,42	2,4%	0,45	2,6%	0,46	2,6%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,14	-0,8%	-0,16	-0,9%	-0,13	-0,8%	-0,14	-0,8%
Sonstige Steuern	-0,05	-0,3%	-0,05	-0,3%	-0,05	-0,3%	-0,05	-0,3%
Jahresüberschuss	0,31	1,79%	0,21	1,2%	0,26	1,5%	0,27	1,6%
EBITDA	1,88		1,85		1,88		1,93	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	11,0		10,8		10,9		11,0	
EBIT	0,47		0,40		0,42		0,43	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	2,8		2,3		2,4		2,5	
Ergebnis je Aktie in €	0,10		0,07		0,09		0,09	
Dividende je Aktie in €	0,06		0,06		0,06		0,06	
Aktienzahl in Mio. Stück	3,100		3,100		3,100		3,100	

Entwicklung der Umsatzerlöse, des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC

Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	Δ zum VJ	GJ 2016
Umsatzerlöse (brutto)	17,14	-0,2%	17,10
Umsatzerlöse (netto)*	16,39	-0,4%	16,34
EBITDA (Marge)	1,88 (11,0 %)	-1,6%	1,85 (10,8%)
EBIT (Marge)	0,47 (2,8 %)	-15,9%	0,40 (2,3%)
Jahresüberschuss	0,31	-32,8%	0,21
EPS in €	0,10	-32,8%	0,07

Quelle: BHB, GBC; *die Nettoumsatzerlöse berücksichtigen den Abzug der Biersteuer

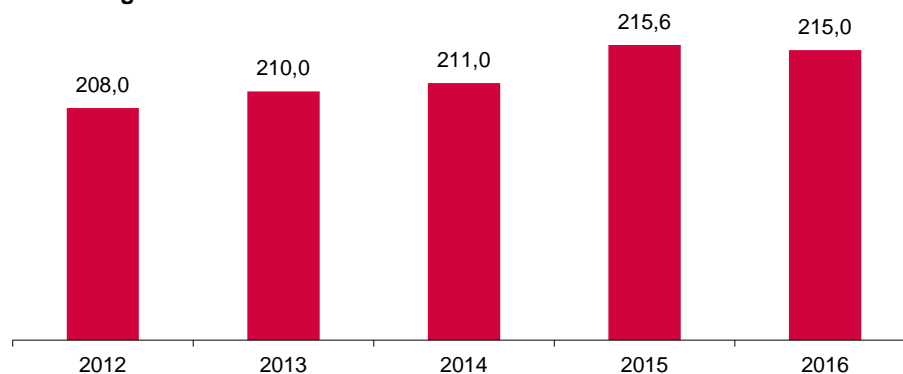
Umsatzentwicklung

Im GJ 2016 verbuchte die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB Brauholding) einen leichten Umsatzrückgang von 0,2% auf 17,10 Mio. € (VJ: 17,14 Mio. €). Hintergrund dieser Entwicklung war insbesondere das starke Vorjahresergebnis, welches unter anderem durch einen sehr heißen Sommer zu einem erhöhten Getränkekonsum führte. Gleichzeitig verhinderte ein schwächeres Vorweihnachtsgeschäft ein Einholen des Vorjahresergebnisses. Der Grund hierfür könnten die ungünstig gelegenen Feiertage sein, die auf das Wochenende gefallen sind und somit den Konsumenten weniger zusätzliche freie Tage beschert haben.

Ursache für die leicht rückläufige Absatzentwicklung waren hauptsächlich die Handelswaren, die sich um 2,8% reduzierten. Jedoch ist diese Entwicklung im Rahmen der normalen Fluktuation zu betrachten, da die Umsatzerlöse aus Handelsverträgen schwer planbar sind.

Der Export entwickelte sich nicht wie erwartet und musste einen 0,2%igen Rückgang hinnehmen. Nichtsdestotrotz sind von Unternehmensseite für das GJ 2017 wieder höhere Absatzsatzmengen geplant. Insbesondere die primären Exportländer Italien und Polen sollten wieder verstärkt Beiträge liefern.

Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes in Tausend Hektoliter



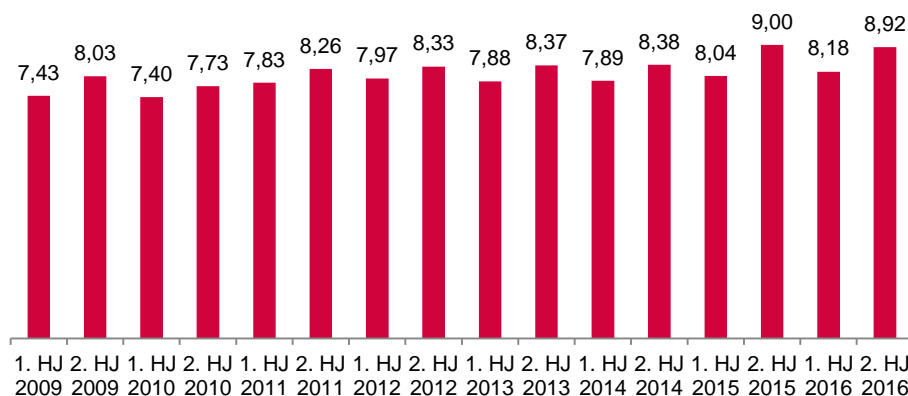
Quelle: BHB, GBC

Die Vertriebsstärke der BHB Brauholding zeigt sich in der Betrachtung der Halbjahresentwicklungen. Das 2. HJ 2015 steuerte sehr hohe Umsatzerlöse durch einen sehr heißen Sommer bei. Dennoch konnte im 2. HJ 2016 ein Umsatz nahezu auf Vorjahresniveau von 8,92 Mio. € (VJ: 9,00 Mio. €) erreicht werden. Auch auf Ganzjahresebene ist nur ein minimaler Umsatzrückgang von 0,3% auf 215,0 Tausend Hektoliter (thl) (VJ: 215,6 thl) zu verzeichnen gewesen.

Gleichzeitig steigerte die BHB Brauholding AG den Bierabsatz um 2,6% und wuchs somit entgegen eines rückläufigen Biermarktes. Dementsprechend konnte die BHB

Brauholding ihren Marktanteil weiter deutlich ausbauen. Die Gewinnung weiterer Marktanteile in dem gegenwärtigen Marktumfeld spricht deutlich für das Unternehmen und die Nachfrage nach den Produkten der BHB Brauholding.

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Halbjahren (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

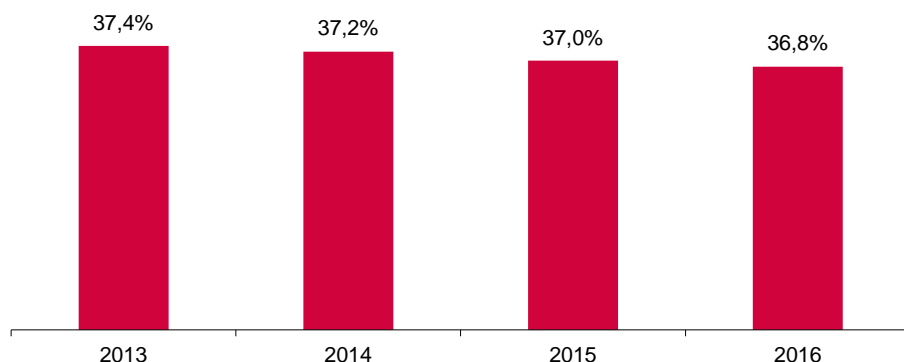
Zudem baut die BHB Brauholding das Vertriebsnetz weiter aus und erschließt auch überregional weitere Kunden. Eine besondere Stärke der BHB Brauholding liegt auch in der Verdichtung des Vertriebsnetzes. Dies bietet den Vorteil, dass logistisch Skaleneffekte gehoben werden können, da mehr Kunden mit unterproportional steigenden Logistikkosten erreicht werden können.

Insgesamt ist die Umsatz- und Absatzentwicklung der BHB Brauholding als sehr gut anzusehen. Insbesondere die Gewinnung von weiteren Marktanteilen im stagnierenden Biermarkt spricht für die Nachfrage nach den Produkten der BHB Brauholding.

Ergebnisentwicklung

Im GJ 2016 reduzierte sich das EBITDA leicht um -1,5% auf 1,85 Mio. € (VJ: 1,88 Mio. €). Diese Entwicklung ist unter anderem dem steigenden Personalaufwand geschuldet. Tarifbedingte Lohnerhöhungen in der Brauereibranche belasteten das Vorjahr, aber auch für das kommende Jahr erwarten wir eine weitere Tarifierhebung um 2,4% (ab dem 01.04.2017).

Entwicklung der Materialaufwandsquote (Materialaufwand/Umsatz)



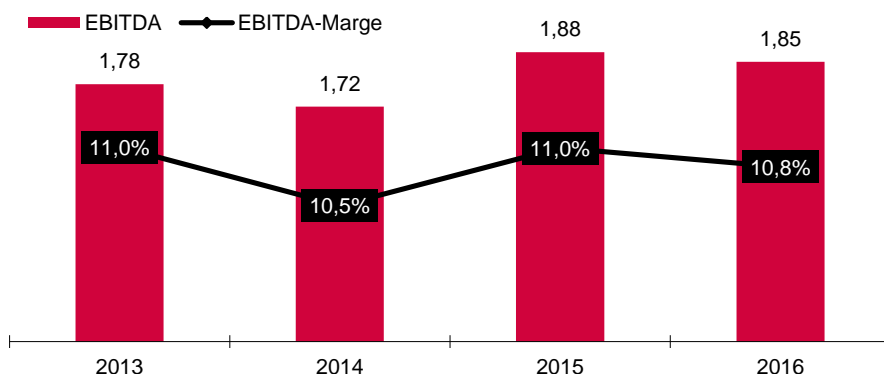
Quelle: BHB, GBC

Im Gegensatz zu den Personalkosten reduziert sich die Materialaufwandsquote kontinuierlich. Die BHB Brauholding beweist eine hohe Kostendisziplin und kann so den steigenden Personalkosten entgegensteuern. Zum einen reflektiert dies die stabilen Roh-

stoffkosten der vergangenen Jahre, aber auch die Effizienzsteigerungen in der Produktion.

Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurden kontinuierlich gesenkt. Die stetige Verbesserung wurde an verschiedenen Stellen erzielt. So konnten in 2016 zum Beispiel die fremden Fuhrleistungen gesenkt und die Logistik weiter optimiert werden.

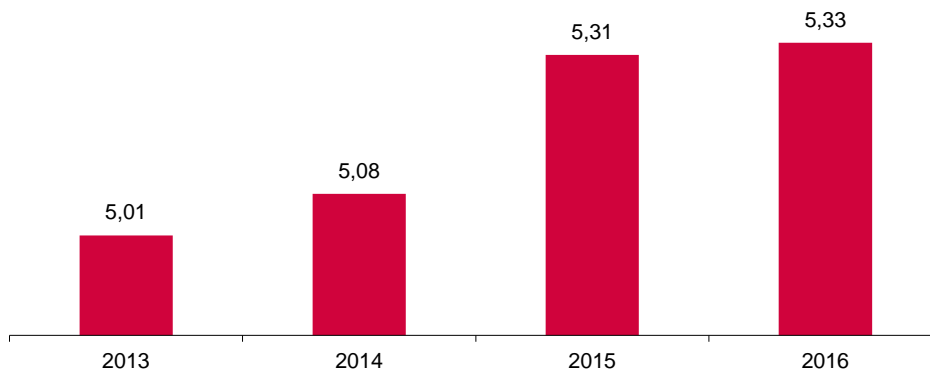
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC

Die erzielten Kostensenkungen konnten dem Personalkostenanstieg jedoch nicht vollständig entgegenwirken, daher verzeichnet die BHB Brauholding im GJ 2016 einen leichten Rückgang der EBITDA-Marge auf 10,8% (VJ: 11,0%).

(Optional) Entwicklung der Wertschöpfung (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Insgesamt ist zu betonen, dass die Wertschöpfung weiter gesteigert wurde, da es die BHB Brauholding im GJ 2016 geschafft hat, trotz leicht niedrigeren Umsätzen die Kosten und das Ergebnis weitgehend stabil zu halten. Somit erzielte das Unternehmen eine Wertschöpfung von 5,33 Mio. € im GJ 2016 (VJ: 5,31 Mio. €). Diese sukzessive Effizienzsteigerung ist ein Trend der bereits seit vielen Jahren bei der BHB Brauholding zu beachten ist. Dementsprechend halten wir das Ergebnis des GJ 2016 für sehr gut, insbesondere vor dem Hintergrund der steigenden Wertschöpfung und der konsequenten Kostendisziplin.

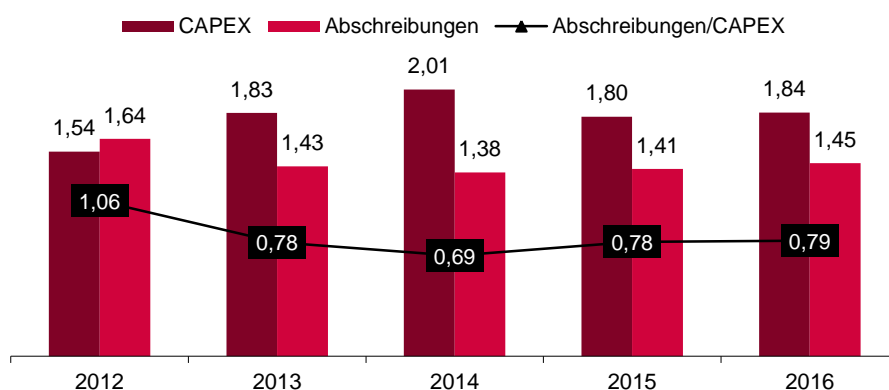
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Eigenkapital	10,62	10,74	10,76
EK-Quote (in %)	75,7 %	78,2 %	76,8%
Finanzverbindlichkeiten	0,68	0,36	0,33
Liquide Mittel	0,69	1,03	0,83
Nettoverschuldung	0,01	-0,67	-0,50
Operatives Anlagevermögen	5,93	6,27	6,62
Net Working Capital	1,31	0,95	0,75

Quelle: BHB, GBC

Die BHB Brauholding verfügte im GJ 2016 über keine Nettoverschuldung und konnte eine sehr hohe Eigenkapitalquote von 76,8% ausweisen. Damit ist das anlageintensive Geschäft weitgehend eigenfinanziert. Dementsprechend ist das operative Anlagevermögen als die wichtigste Bilanzposition auf der Aktivseite anzusehen, welches zurzeit mit 6,62 Mio. € in der Bilanz steht (VJ: 6,27 Mio. €). Dabei werden regelmäßige Investitionen durchgeführt, um die Produktion zu optimieren und zu modernisieren. Folglich lagen die Investitionen in den vergangenen Jahren stets leicht über den Abschreibungen. Hier investierte die BHB Brauholding im GJ 2016 in eine neue Roboteranlage in der Fassabfüllung sowie in die Erneuerung des Drucktankkellers der Brauerei.

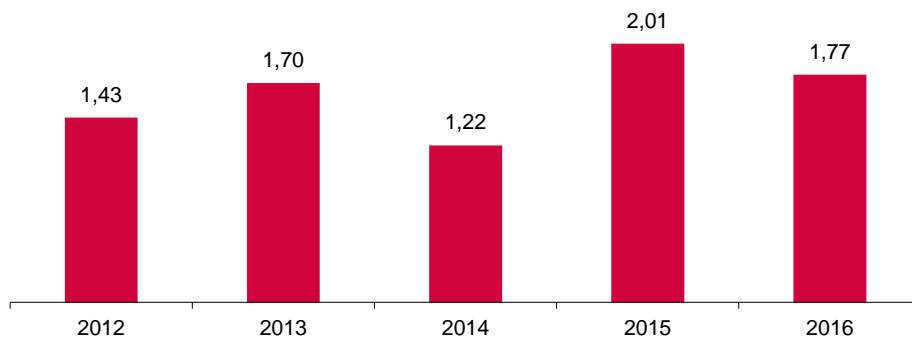
Entwicklung von CAPEX und Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Die BHB Brauholding kann immer hohe operative Cashflows generieren. Im GJ 2016 wurden 1,77 Mio. € (VJ: 2,01 Mio. €) erzielt. Somit ist die vollständige Eigenfinanzierung möglich und senkt das Risikoprofil des Unternehmens deutlich.

Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

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 76,8% 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 in 2018, könnten den Bierabsatz 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 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

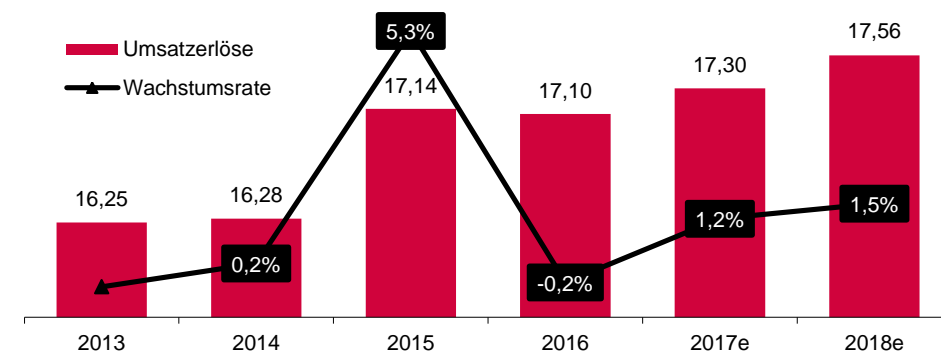
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e (alt)	GJ 2017e (neu)	GJ 2018e
Umsatzerlöse (brutto)	17,10	17,36	17,30	17,56
Umsatzerlöse (netto)	16,34	16,56	16,50	16,75
EBITDA (Marge)	1,85 (10,8%)	1,90 (10,9%)	1,89 (10,9%)	1,93 (11,0%)
EBIT (Marge)	0,40 (2,3%)	0,50 (2,9%)	0,42 (2,4%)	0,43 (2,5%)
Konzernjahresüberschuss	0,21	0,35	0,26	0,27
EPS in €	0,07	0,11	0,09	0,09

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Für das GJ 2017 erwarten wir eine Absatzsteigerung von 215 auf 217 tHl. Damit liegen wir auch im Rahmen der Prognose des Unternehmens mit einem Absatzziel von 217 tHl. Hintergrund dieser geplanten Entwicklung ist zum einen die Ausweitung des Vertriebsnetzes. Das Vertriebsnetz soll neben einer regionalen Ausweitung auch zunehmend verdichtet werden. Der Vorteil der Verdichtungsstrategie ist, dass die Logistikanforderungen nicht proportional zu dem zusätzlichen potentiellen Absatz zunehmen. Somit können über ein dichteres Vertriebsnetz weitere Skaleneffekte gehoben werden. Zum anderen soll der Absatz über zusätzlichen Export befügelt werden. Für die BHB Brauholding sind nach wie vor die Märkte in Italien und Polen von höchster Relevanz. Darüber hinaus soll das Handelsgeschäft ausgebaut werden und der Fokus auf margenstärkere Verträge gesetzt werden. Folglich kann auch im Handelsgeschäft mit einer Umsatz- und Ergebniserhöhung in den kommenden Jahren gerechnet werden.

Erwartete Entwicklung der Brutto-Umsatzerlöse (in Mio. €) und der Wachstumsrate (in %)



Quelle: GBC

Vor dem Hintergrund des steigenden Absatzes gehen wir von einer Ausweitung der Umsatzerlöse auf 17,30 Mio. € für das GJ 2017 und 17,56 Mio. € für das GJ 2018 aus. Wir erwarten, dass die geplanten Preiserhöhungen, die für 2017 geplant sind, keinen negativen Effekt auf den Absatz haben sollten, da die gesamte Bierbranche insgesamt Preiserhöhungen durchführt.

Ergebnisprognosen

Ergebnisseitig erwarten wir eine sukzessive Margenverbesserung. Für das GJ 2017 gehen wir von einem EBITDA in Höhe von 1,88 Mio. € aus, gefolgt von einem EBITDA von 1,93 Mio. € für das GJ 2018. Wir gehen davon aus, dass sich die Rohstoffpreise tendenziell weiterhin stabil entwickeln, wobei eine leichte Erhöhung bei den Grundstoffen denkbar wäre. Im GJ 2016 erhöhten sich die Kosten für einzelne Rohstoffkomponenten für alkoholfreie Getränke, jedoch blieben die Energiekosten stabil. Der Grund hierfür sind

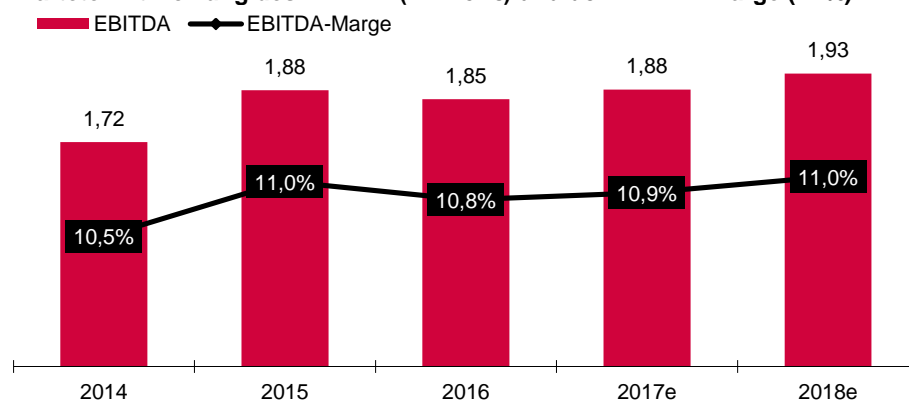
gute vertragliche Rahmenbedingungen mit festgelegten fixen Margen. Somit ist insbesondere bei einer Umsatzausweitung von einer Kostendegression auszugehen.

Darüber hinaus sollten die Personalaufwendungen tarifbedingt weiter steigen. Geplant ist eine weitere Tarifierhöhung zum 01.04.2017 um 2,4%. Auch zukünftig ist nicht davon auszugehen, dass keine weiteren Tarifierhöhungen folgen werden.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollten weiterhin stabil bleiben. Dies beruht insbesondere auf der hohen Kostendisziplin der BHB Brauholding und der stetigen Effizienzsteigerungen. Zuletzt konnte die BHB Brauholding durch die Vermittlung neuer Logistik-Subunternehmer sowie einer verbesserten Logistikplanung weitere Kostensparnisse erzielen.

Erwartungsgemäß sollten sich die Abschreibungen leicht über dem Niveau der Vorjahre bewegen, aufgrund der Anschaffung der neuen Anlagen aus dem GJ 2016.

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: GBC

Unsere Erwartungen decken sich auch mit der unternehmensseitig kommunizierten Ziel EBIT-Marge von 3,0%. Im GJ 2016 wurde eine EBIT-Marge von 2,3% erreicht, aber es ist davon auszugehen, dass durch operative Verbesserungen mittelfristig weitere Margenverbesserungen erzielt werden können. Hintergrund ist der hohe Anteil an Fixkosten in der Produktion. Somit sollte eine Umsatzausweitung gleichzeitig zu einer Margenverbesserung führen.

Insgesamt sollte durch Umsatzausweitungen und Kostendisziplin eine deutliche EBITDA-Steigerung möglich sein. Dementsprechend gehen wir für das GJ 2017 zunächst von einer Steigerung des EBITDA auf 1,88 Mio. € aus. Gefolgt von einem weiteren Anstieg des EBITDA auf 1,93 Mio. € bzw. einer EBITDA-Marge von 11,0% für das GJ 2018.

Wir aktualisieren das Kursziel von 3,75 € auf 3,65 €, durch eine modellbedingte Anpassung des risikolosen Zinssatzes von 1,0% auf 1,25%. Die operative Bewertung der BHB Brauholding sehen wir nach wie vor als sehr attraktiv an.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017 bis 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 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 11,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bislang: 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 0,89 (bisher: 0,89).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,2% (bisher: 5,9%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,2% (bisher: 5,9%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,2% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2018 entspricht als **Kursziel 3,65 €**.

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	1,5%
EBITDA-Marge	11,5%	ewige EBITA - Marge	3,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	17,30	17,56	17,83	18,10	18,38	18,67	18,95	19,25	
US Veränderung	1,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,59	2,60	2,61	2,62	2,65	2,67	2,70	2,73	
EBITDA	1,88	1,93	2,06	2,09	2,12	2,15	2,19	2,22	
EBITDA-Marge	10,9%	11,0%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	0,41	0,43	0,64	0,65	0,67	0,69	0,72	0,75	3,9%
EBITA-Marge	2,4%	2,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,14	-0,15	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,27	0,29	0,45	0,46	0,47	0,49	0,50	0,52	
Kapitalrendite	3,7%	3,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,3%	6,5%	6,5%
Working Capital (WC)	1,06	1,02	0,98	1,00	1,01	1,03	1,04	1,06	
WC zu Umsatz	6,1%	5,8%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC	-0,31	0,04	0,04	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,69	6,75	6,83	6,90	6,95	6,99	7,02	7,05	
AFA auf OAV	-1,48	-1,50	-1,42	-1,43	-1,45	-1,46	-1,47	-1,47	
AFA zu OAV	22,0%	22,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
Investitionen in OAV	-1,54	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	7,75	7,77	7,81	7,89	7,96	8,02	8,06	8,11	
EBITDA	1,88	1,93	2,06	2,09	2,12	2,15	2,19	2,22	
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,15	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	
Investitionen gesamt	-1,86	-1,52	-1,46	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in OAV	-1,54	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,31	0,04	0,04	-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	-0,11	0,27	0,41	0,38	0,40	0,43	0,46	0,48	8,77

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,97	8,19
Barwert expliziter FCFs	2,20	2,07
Barwert des Continuing Value	5,77	6,13
Nettoschulden (Net debt)	-3,07	-3,13
Wert des Eigenkapitals	11,04	11,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,04	11,33
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,56	3,65

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	6,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,2%

Kapitalrendite	WACC				
	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%
6,0%	3,79	3,61	3,46	3,32	3,20
6,3%	3,91	3,72	3,56	3,41	3,29
6,5%	4,02	3,83	3,65	3,50	3,37
6,8%	4,14	3,93	3,75	3,59	3,45
7,0%	4,26	4,04	3,85	3,68	3,54

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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.A., M.Sc., Finanzanalyst
Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person:

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