



## **Researchstudie (Anno)**

### **BHB Brauholding Bayern-Mitte AG**



## **Warmes Wetter und Fußball-WM treiben Umsatz**

-

### **Ergebnis in 2014 deutlich höher 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<sup>\*5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 3,65 €**

Aktueller Kurs: 2,63  
 17.4.2014 / MCH  
 Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6  
 WKN: A1CRQD  
 Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl<sup>2</sup>: 3,10  
 Marketcap<sup>3</sup>: 8,15  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 7,28  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 58,00 %

Transparenzlevel:  
 m:access

Marktsegment:  
 Freiverkehr

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2014

### Analysten:

Felix Gode  
 gode@gbc-ag.de

Manuel Hölzle  
 hoelzle@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

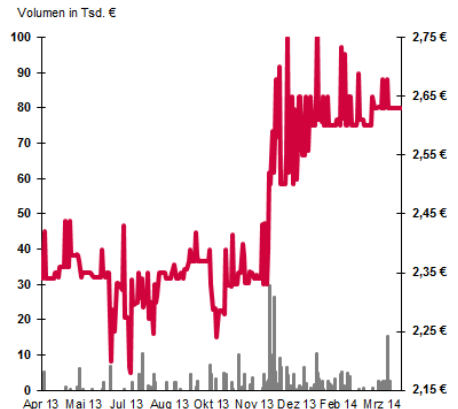
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 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	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	16,30	16,25	16,78	17,03
EBITDA	2,09	1,78	1,90	1,96
EBIT	0,41	0,34	0,45	0,51
Jahresüberschuss	0,25	0,26	0,27	0,33

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,08	0,09	0,09	0,11
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,43	0,45	0,43	0,43
EV/EBITDA	3,36	4,08	3,83	3,72
EV/EBIT	17,19	21,36	16,18	14,28
KGV	32,35	31,00	29,76	25,09
KBV		0,76		

### Finanztermine

04.07.2014: Hauptversammlung  
 22.07.2014: m:access Analystenkonferenz  
 04.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
 12.03.2014: RS / 3,65 / KAUFEN  
 05.08.2013: RS / 3,65 / KAUFEN  
 17.07.2013: RG / 3,65 / KAUFEN  
 16.04.2013: RS / 3,65 / KAUFEN  
 12.02.2013: RG / 3,65 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Zum dritten Mal in Folge entwickelte sich der bayerische Biermarkt im Jahr 2013 positiv und konnte erneut eine Absatzsteigerung in Höhe von 0,7 % verzeichnen. Damit wächst der bayerische Biermarkt nicht nur, sondern kann sich sogar vom gesamtdeutschen Markt abkoppeln, der abermals einen leichten Rückgang zu verzeichnen hatte. Mit einem Gesamtabsatzplus von 1,0 % konnte die BHB Brauholding AG ebenfalls von der guten Marktentwicklung profitieren.
- Die Umsatzerlöse waren hingegen leicht um 0,3 % rückläufig, was darauf zurückzuführen war, dass ein großer Teil des Absatzzuwachses auf Handelswaren und eigene alkoholfreie Getränke zurückging, die üblicherweise niedrigere Preise pro Hektoliter erzielen als das eigenproduzierte Bier. Zudem machte sich ein einmaliger Umsatzeffekt bemerkbar, der im Vorjahr enthalten war.
- Ein weiterer Effekt des erhöhten Handelsumsatzes war, neben den nach wie vor spürbaren Preissteigerungen bei Grundstoffen, eine niedrigere Rohertragsmarge, welche auch nicht durch die anhaltende Kostendisziplin im Bereich der Fixkosten kompensiert werden konnte. Insofern war ein EBIT-Rückgang in Höhe von 16,7 % auf 0,34 Mio. € zu verzeichnen.
- Bilanziell ist die BHB Brauholding AG unverändert gut aufgestellt, mit einer sehr hohen Eigenkapitalquote von 81,6 %, keinerlei Bankverbindlichkeiten sowie liquiden Mitteln von 0,86 Mio. €.
- Das GJ 2014 ist auf Grund des milden Wetters stark angelaufen, mit einer Absatzsteigerung um 9,8 % in den ersten beiden Monaten des Jahres. Insbesondere auch der Auslandsumsatz, auf den Märkten Italien und Polen, entwickelt sich sehr dynamisch. Hinzu kommen die Fußball-WM in Brasilien, die den Bierkonsum in Deutschland zusätzlich ankurbeln sollte sowie ein anorganischer Umsatzeffekt aus der Kooperationsvereinbarung mit der Schlossbrauerei Herrngiersdorf.
- Insgesamt gehen wir davon aus, dass im GJ 2014 eine Umsatzsteigerung um 3,3 % auf 16,78 Mio. € erreicht wird. Gleichzeitig sollte dies Skaleneffekte bewirken, so dass eine merkliche Steigerung auch beim EBIT zu spüren sein sollte. Wir erwarten ein EBIT in Höhe von 0,45 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 2,7 % entspricht. Weitere Steigerungen nehmen wir auch für das GJ 2015 an.
- **Insgesamt schätzen wir die zukünftigen Entwicklungspotenziale der BHB Brauholding AG unverändert als sehr gut ein. Die starke Bilanz, die gute Marktpositionierung im mittelbayerischen Raum, die hohe Cashflow-Stärke und der hohe Substanzwert, sind unseres Erachtens schlagkräftige Argumente für eine merklich höhere gerechtfertigte Bewertung. Unser Kursziel von 3,65 € belassen wir unverändert bestehen und bestätigen das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

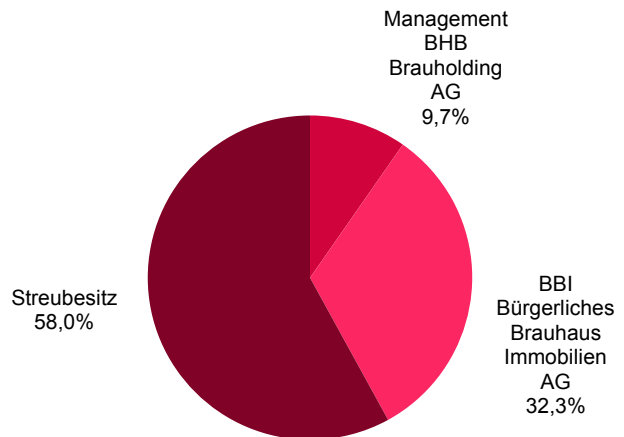
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Markenportfolio .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>6</b>
Kennzahlen im Überblick .....	6
Geschäftsentwicklung 2013 .....	7
Umsatzentwicklung .....	7
Ergebnisentwicklung .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	10
SWOT-Analyse .....	11
Prognose und Modellannahmen .....	12
Umsatzprognosen .....	12
Ergebnisprognosen .....	13
<b>Bewertung .....</b>	<b>14</b>
Modellannahmen .....	14
Bestimmung der Kapitalkosten .....	14
Bewertungsergebnis .....	14
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>15</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>16</b>

## UNTERNEHMEN

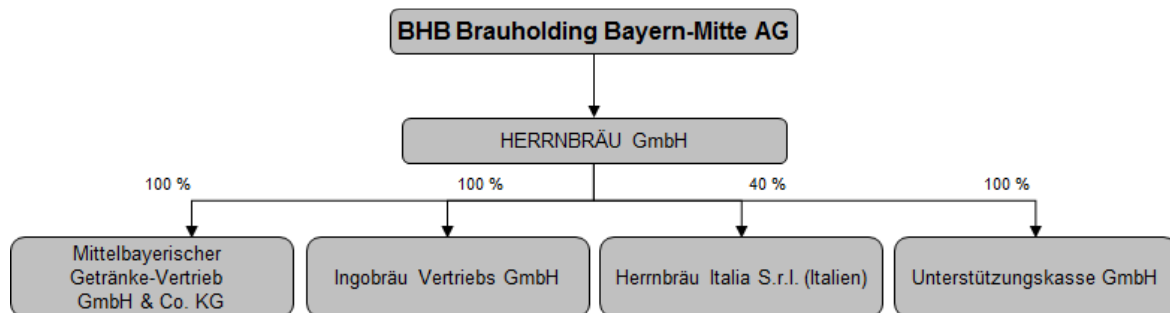
### Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	9,70%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	32,30%
Streubesitz	58,00%

Quelle: BHB, GBC



### Konsolidierungskreis (seit 01.01.2014)



Quelle: BHB, GBC

### Markenportfolio

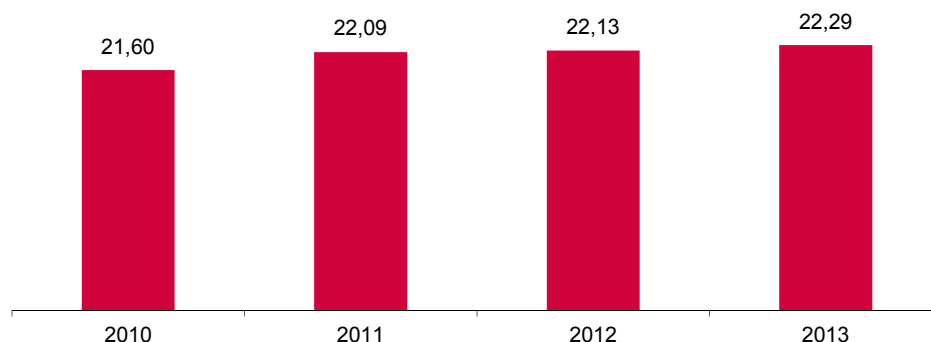


Quelle: BHB, GBC

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der bayerische Biermarkt entwickelte sich im Jahr 2013 einmal mehr zufriedenstellend und konnte bereits im dritten Jahr in Folge zulegen. Dabei war in 2013 ein Anstieg um 0,7 % auf 22,29 Tausend Hektoliter (thl) zu verzeichnen. Einer der wesentlichen Faktoren ist dabei die Demografie im Freistaat. In Bayern herrschen eine niedrige Arbeitslosigkeit und damit ein gutes Konsumklima. Das begünstigt auch den Absatz von Bier. Zudem ist auf Grund der guten Arbeitsmarktbedingungen eine rege Zuwanderung zu verzeichnen, was die Bevölkerungszahl weiter ansteigen lässt. Auch dies ist ein begünstigender Faktor, der sich positiv auf den Bierabsatz auswirkt.

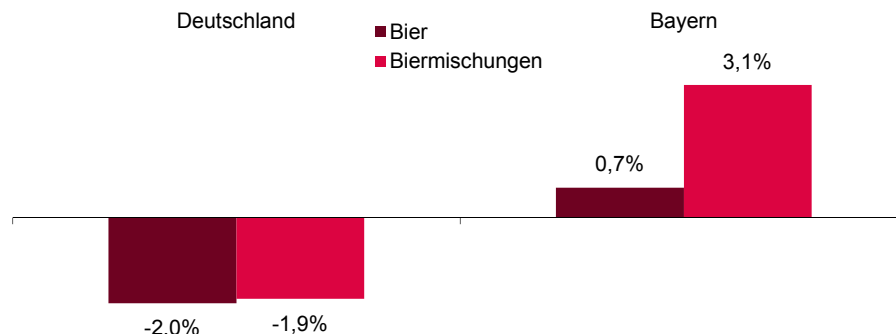
### Entwicklung Bierabsatz in Bayern seit 2010 in Hektolitern (in thl)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutschlandweit konnte der Trend beim Bierabsatz hingegen nicht umgekehrt werden. Erneut war national betrachtet ein Rückgang des Bierabsatzes in Höhe von 2,0 % zu beobachten gewesen. Insbesondere ist dies auf die strukturschwachen Regionen Deutschlands zurückzuführen, wo der Konsum nach wie vor sinkt. Den rückläufigen Trend konnten auch die Biermischungen im Jahr 2013 nicht aufhalten. Diese erlebten in den vergangenen Jahren einen regelrechten Nachfrageschub. Die ungünstigen Wetterbedingungen im abgelaufenen Jahr verhinderten jedoch einen weiteren Anstieg. Vielmehr war ein Rückgang um 1,9 % zu beobachten, der damit in einer ähnlichen Größenordnung stattfand wie bei Bier. In Bayern, dem Hauptabsatzgebiet der BHB Brauholding AG, war auch bei Biermischungen ein Anstieg zu verzeichnen. Dieser lag mit 3,1 % sogar deutlich über den Zuwächsen des Bieres.

### Absatzentwicklung Bier und Biermischungen



Quelle: Statistisches Bundesamt

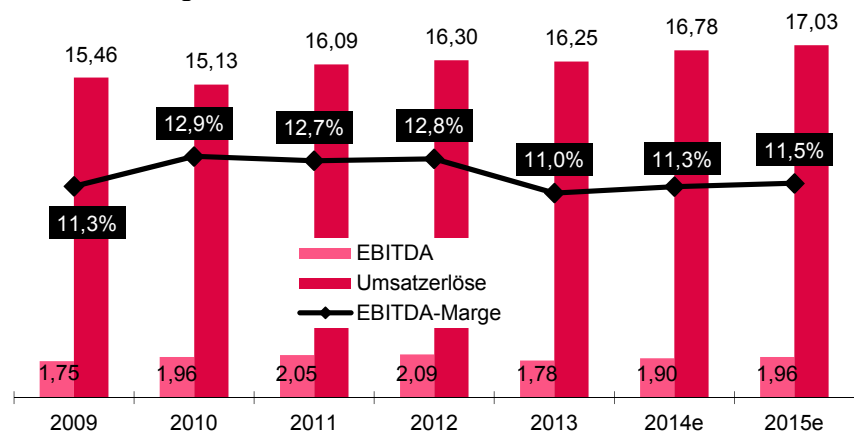
Insgesamt sind die Rahmenbedingungen auf dem bayerischen Biermarkt in 2013 damit gut gewesen, was auch durch Absatzpreissteigerungen um durchschnittlich 3,5 % unterstützt wurde. Das ist eine erfreuliche Tendenz, die den steigenden Produktionskosten entgegenwirkt und damit eine Entspannung auf der Margenseite der Brauereien bewirkt.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>16,300</b>	<b>100,00%</b>	<b>16,246</b>	<b>100,00%</b>	<b>16,775</b>	<b>100,00%</b>	<b>17,027</b>	<b>100,00%</b>
Bestandsveränderung	-0,056	-0,34%	0,047	0,29%	0,000	0,00%	0,000	0,00%
Sonstige betriebliche Erträge	0,095	0,58%	0,126	0,78%	0,100	0,60%	0,100	0,59%
Materialaufwand	-5,742	-35,23%	-6,071	-37,37%	-6,123	-36,50%	-6,172	-36,25%
<b>Rohergebnis</b>	<b>10,597</b>	<b>65,01%</b>	<b>10,348</b>	<b>63,69%</b>	<b>10,752</b>	<b>64,10%</b>	<b>10,955</b>	<b>64,34%</b>
Personalaufwand	-4,694	-28,79%	-4,752	-29,25%	-4,824	-28,75%	-4,896	-28,75%
Abschreibungen	-1,637	-10,04%	-1,431	-8,81%	-1,450	-8,64%	-1,450	-8,52%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,078	-18,89%	-3,121	-19,21%	-3,191	-19,02%	-3,252	-19,10%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>1,188</b>	<b>7,29%</b>	<b>1,043</b>	<b>6,42%</b>	<b>1,288</b>	<b>7,68%</b>	<b>1,357</b>	<b>7,97%</b>
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,086	0,53%	0,091	0,56%	0,095	0,57%	0,100	0,59%
Zinserträge	0,067	0,41%	0,002	0,01%	0,005	0,03%	0,005	0,03%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,019	-0,12%	-0,012	-0,07%	-0,010	-0,06%	-0,010	-0,06%
Zinsaufwendungen	-0,083	-0,51%	-0,009	-0,05%	-0,010	-0,06%	-0,010	-0,06%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,240</b>	<b>7,61%</b>	<b>1,117</b>	<b>6,87%</b>	<b>1,368</b>	<b>8,15%</b>	<b>1,442</b>	<b>8,47%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,142	-0,87%	-0,071	-0,44%	-0,171	-1,02%	-0,180	-1,06%
Sonstige Steuern	-0,847	-5,19%	-0,782	-4,81%	-0,923	-5,50%	-0,936	-5,50%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,252</b>	<b>1,55%</b>	<b>0,263</b>	<b>1,62%</b>	<b>0,274</b>	<b>1,63%</b>	<b>0,325</b>	<b>1,91%</b>
EBITDA	2,090		1,78		1,90		1,96	
in % der Umsatzerlöse	12,8		11,0		11,3		11,5	
EBIT	0,408		0,341		0,450		0,510	
in % der Umsatzerlöse	2,5		2,1		2,7		3,0	
Ergebnis je Aktie in €* Dividende je Aktie in €	0,08 0,06		0,09 0,06		0,09 0,06		0,11 0,06	
Aktienzahl in Mio. Stück	3,100		3,100		3,100		3,100	

### Umsatz- und Ergebniskennzahlen



Quelle: BHB, GBC

## Geschäftsentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	16,30	-0,3%	16,25
EBITDA	2,09	14,7%	1,78
EBITDA-Marge	12,8%	-2,8 Pp.	11,0%
EBIT	0,41	-16,7%	0,34
EBIT-Marge	2,5%	-0,4 Pp.	2,1%
Jahresüberschuss	0,25	+4,6%	0,26
EPS in €	0,08	+4,6%	0,09

Quelle: BHB, GBC

### Umsatzentwicklung

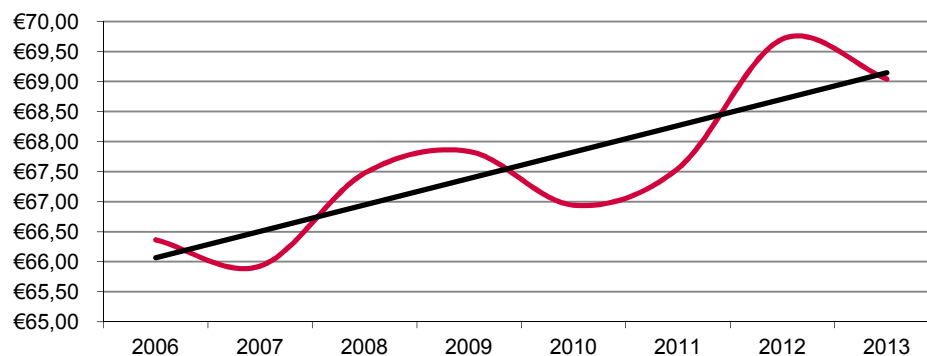
Nachdem die Wetterlage den Bierabsatz im 1. HJ 2013 auf Grund der langen nassen und kalten Perioden negativ beeinflusst hat, waren im 2. HJ 2013 starke Aufholeffekte zu verzeichnen. Bereits im Juli holte der Bierabsatz mit dem Start des warmen Sommers kräftig auf.

Vor diesem Hintergrund konnte auch die BHB Brauholding AG den Absatzrückgang des 1. HJ 2013 in Höhe von -3 % wieder aufholen und bis zum Jahresende auf +1 % steigern. Damit lag der Gesamtgetränkeabsatz im GJ 2013 bei 210 Tausend Hektolitern (thl). Die Steigerung lag damit einmal mehr über der des deutschen Gesamtmarktes. Besonders stark wuchs dabei das Segment Handelswaren, das um 7,4 % zulegen. Die eigenproduzierten Getränke (Bier und alkoholfreie Getränke) legten um 0,3 % zu.

Trotz der Absatzsteigerung waren die Umsatzerlöse leicht um 0,3 % rückläufig, wobei zu konstatieren ist, dass die Getränkeumsätze gegenüber dem Vorjahr konstant blieben und der Rückgang vor allem auf sonstige Erlöse zurückzuführen ist, da im Vorjahr ein Effekt aus Leergutrücknahmeverpflichtungen enthalten war, der sich mit rund 0,1 Mio. € positiv im Umsatz niederschlug. Der konstante Getränkeumsatz erklärt sich hingegen durch den höheren Handelswarenumsatz, der niedrigere Verkaufspreise erzielt, als das Eigenbier.

Insofern war ein leichter Rückgang der erzielten Umsatzerlöse pro Hektoliter um 1,0 % auf 69,04 € zu verzeichnen, da der Verkaufspreis pro Hektoliter für alkoholfreie Getränke niedriger ist als für Bier. Ungeachtet dessen ist der mittelfristige Trend steigender durchschnittlicher Umsatzerlöse pro abgesetzten Hektoliter über die vergangenen Jahre hinweg ungebrochen.

### Umsatz pro Hektoliter

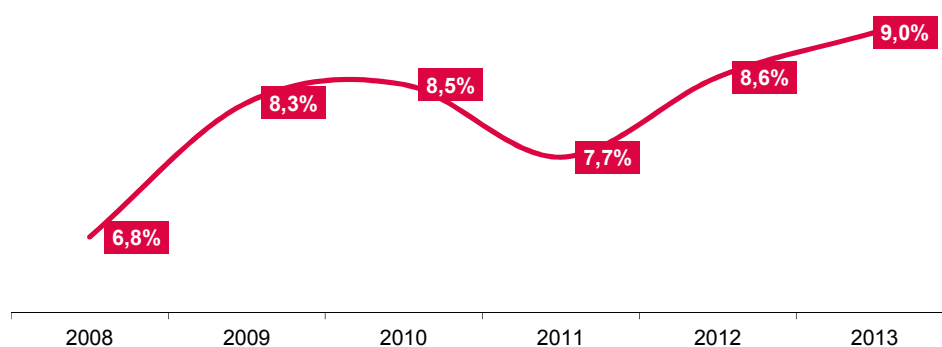


Quelle: BHB, GBC



Positiv entwickelte sich einmal mehr der Auslandsumsatz, der insbesondere vor dem Hintergrund der verhaltenen Marktentwicklung in Deutschland ein immer wichtigeres Standbein für die BHB Brauholding AG wird. Insbesondere in Polen konnte mit einer Absatzsteigerung um 30 % ein wichtiger Schritt getan werden. Neben Italien entwickelt sich Polen damit zunehmend als wichtiger Absatzmarkt. Die gute Entwicklung auf den Auslandsmärkten, insbesondere Polen, spiegelte sich auch in der Exportquote nieder, die mit 9,0 % vom Gesamtgetränkeabsatz im GJ 2013 den höchsten Wert in der Firmengeschichte markierte. Von weiteren Steigerungen in den kommenden Jahren gehen wir aus. Zudem ist hier zu konstatieren, dass sich die 9 % Exportquote auf den Gesamtgetränkeabsatz beziehen. Bezieht man die Exportquote nur die eigenen Bierprodukte, beläuft sich die Exportquote sogar auf 16,2 %.

### Exportquote



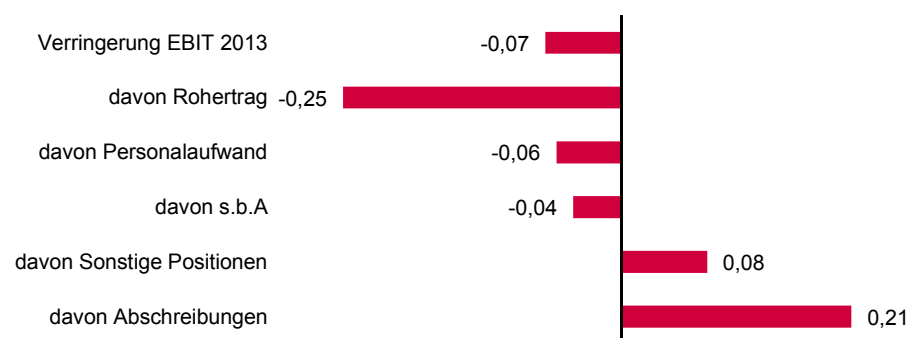
Quelle: BHB, GBC

### Ergebnisentwicklung

Trotz der stabilen Umsatzentwicklung wies die BHB Brauholding AG im GJ 2013 ein um 16,7 % rückläufiges EBIT in Höhe von 0,34 Mio. € (2012: 0,41 Mio. €) aus. Dieser Rückgang entstand insbesondere auf der Ebene des Rohertrages, der gegenüber dem GJ 2012 um 0,25 Mio. € vermindert ausfiel.

Dabei machten sich zwei Effekte bemerkbar. Zum einen waren weiterhin hohe Preissteigerungen bei den Einsatzstoffen zu verzeichnen, die sich belastend auf den Materialaufwand auswirkten. Insbesondere beim Malz und Grundstoffen für alkoholfreie Getränke, wie z.B. Zucker, waren entsprechende Preissteigerungen vorhanden. Zum anderen hatte der Umsatzmix Auswirkungen auf die Rohertragsmarge. Auf Grund des überproportional gestiegenen Handelsumsatzes, der margenschwächer als der Umsatz mit Eigenprodukten ist, wurde die Rohertragsmarge belastet.

### Differenzanalyse EBIT (in Mio. €)



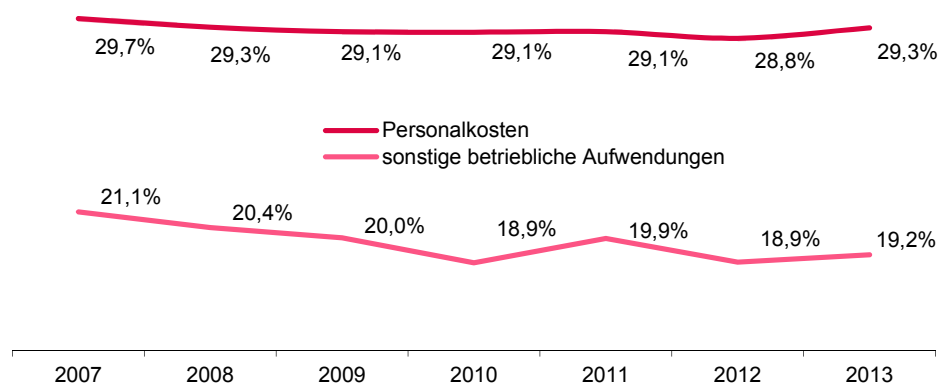
Quelle: BHB, GBC

Bei den Fixkostenpositionen *Personalaufwendungen* und *sonstigen betrieblichen Aufwendungen* waren hingegen nur leichte Steigerungen zu beobachten. Im Personalaufwand war der Anstieg um 1,2 % vor allem durch eine tariflich bedingte Lohnerhöhung um 2,9 % begründet. Da die Erhöhung zum 01.05.2013 stattfand, wird sich diese vermutlich auch im GJ 2014 noch erhöhend auf den Personalaufwand auswirken.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen war ein leichter Anstieg um 1,4 % bzw. 0,04 Mio. € zu verzeichnen. Hintergrund dessen ist insbesondere ein Anstieg der Fremdleistungen, welche Verpackungsdienstleistungen für das Exportgeschäft beinhalten. Insofern ist mit steigenden Exportumsätzen auch mit einem weiteren Anstieg dieser Kostenposition zu rechnen.

Ansonsten wurde bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen die gewohnte Kostendisziplin deutlich, welche sich über viele Jahre zeichnet. Die untenstehende Grafik verdeutlicht, dass hier über einen langen Zeitraum hinweg immer weitere Optimierungen der Kostenquoten erreicht wurden.

#### Entwicklung der Kostenquoten



Quelle: BHB, GBC

Eine wesentliche Entlastung gab es bei den Abschreibungen, die um 0,21 Mio. € reduziert ausfielen, im Vergleich zum Vorjahr. Hierbei machten sich zwei Effekte bemerkbar. Zum einen liefen die Nutzungsdauern einiger Anlagegegenstände aus und zum anderen wurden die Nutzungsdauern von Anlagegegenständen angepasst und abschreibungsmindernd verlängert.

Der Jahresüberschuss fiel gegenüber dem Vorjahr trotz des geringeren EBIT um 4,6 % verbessert aus. Dies ist auf einen deutlich reduzierten Steueraufwand zurückzuführen, der einerseits durch das geringere Vorsteuerergebnis begründet ist und andererseits durch die Bildung von aktiven latenten Steuern in Höhe von 0,06 Mio. € positiv beeinflusst wurde. Die Bildung der aktiven latenten Steuern steht im Zusammenhang mit der zu Jahresbeginn vollzogenen Vereinfachung der Konzernstruktur, so dass bislang ungenutzte gewerbesteuerliche Verlustvorträge nun Berücksichtigung finden können.

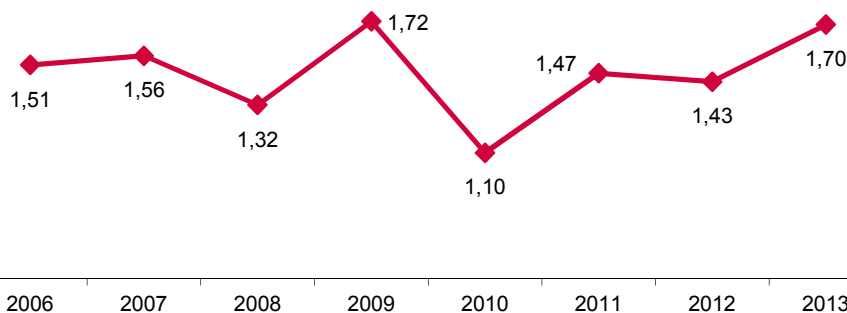
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	10,65	10,71	10,79
EK-Quote (in %)	69,0 %	81,4 %	81,6 %
Finanzverbindlichkeiten	2,12	0,00	0,00
Liquide Mittel	1,41	1,14	0,87
Nettoverschuldung	0,71	-1,14	-0,87
Operatives Anlagevermögen	5,08	4,95	5,33
Working Capital	0,80	1,29	1,29

Quelle: BHB, GBC

Die Investitionen in Sachanlagevermögen lagen im GJ 2013 mit 1,83 Mio. € leicht über dem Wert des Vorjahres, in welchem 1,54 Mio. € investiert wurden. Der erhöhte Betrag betrifft insbesondere Anschaffungskosten für Anlagen zur Bierproduktion. Bezeichnend dabei ist, dass die Investitionen vollständig aus dem operativen Cashflow heraus geleistet wurden. Weiterhin weist die BHB Brauholding AG keinerlei Bankverbindlichkeiten auf und verfügt über einen Cash-Bestand in Höhe von 0,87 Mio. €. Die vollständige Eigenfinanzierung wird durch die sehr hohen operativen Cashflows ermöglicht, die das Unternehmen regelmäßig erzielt. Mit 1,70 Mio. € lag dieser zuletzt auf dem im Jahr 2009 erwirtschafteten Höchstwert.

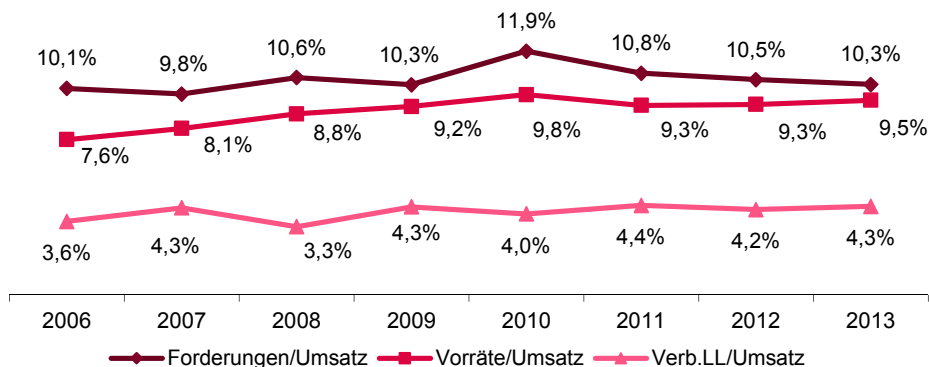
### Entwicklung des operativen Cashflows



Quelle: BHB, GBC; \*operative Cashflows bereinigt um Veränderungen Darlehensforderungen

Ein wesentliches Element der stabilen operativen Cashflows über die vergangenen Jahre ist ein gutes Working Capital-Management. Sowohl bei der Betrachtung der Relationen der Working Capital-Positionen im Verhältnis zum Umsatz, als auch bei der Betrachtung der Umschlagshäufigkeiten fällt auf, dass über den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg jeweils sehr konstante Relationen vorhanden sind.

### Working Capital-Relationen



Quelle: BHB, GBC

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anorganisches Wachstum durch aktive Rolle im Konsolidierungsprozess der Brauereibranche ermöglicht steigende Absätze entgegen dem Markttrend</li> <li>• Solide Eigenkapitalquote von 81,6 % und frei von Bankverbindlichkeiten</li> <li>• Dynamisches Exportgeschäft unterstützt Wachstumsprozess</li> <li>• Starke Positionierung auf den Kernmärkten ermöglicht Preiserhöhungen durchzusetzen</li> <li>• Konstant hohe Working Capital-Effizienz über die vergangenen Jahre hinweg</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Branchentypisch sind die Ergebnis-Margen sehr gering, was die Dividendenzahlung im Falle unerwartet erhöhter Kosten in einem Geschäftsjahr gefährden könnte</li> <li>• Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen an Kunden auf Grund des harten Wettbewerbs nur bedingt möglich</li> <li>• Der Getränkeabsatz ist zum Teil wetterabhängig und die Umsätze daher gewissen Schwankungen unterworfen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das Exportgeschäft, das derzeit nach Italien und Polen betrieben wird, könnte auch in weitere Regionen ausgeweitet werden, was das Umsatzwachstum beschleunigen könnte</li> <li>• BHB AG nimmt eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt ein und könnte damit weiteres anorganisches Wachstum erzeugen</li> <li>• Der hohe Qualitätsansatz bei den Bieren ermöglicht es der BHB AG, sich dem harten Preiskampf am Markt teilweise zu entziehen</li> <li>• Großveranstaltungen, wie die Fußball-WM, könnten den Bierabsatz in den entsprechenden Jahren zusätzlich beleben</li> <li>• Schwerpunktmäßige Positionierung auf dem bayerischen Markt ermöglicht Partizipation am regionalen Wachstum und stabile operative Cashflows</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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</li> <li>• Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzrückgängen führen</li> <li>• 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</li> <li>• Auf Grund des scharfen Wettbewerbs am Markt könnte der Druck auf die Verkaufspreise anhalten und so die Ergebnismargen unter Druck bringen</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	16,25	16,78	17,03
EBITDA	1,78	1,90	1,96
EBITDA-Marge	11,0 %	11,3 %	11,5 %
EBIT	0,34	0,45	0,51
EBIT-Marge	2,1 %	2,7 %	3,0 %
Konzernjahresüberschuss	0,26	0,27	0,33
EPS in €	0,09	0,09	0,11

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

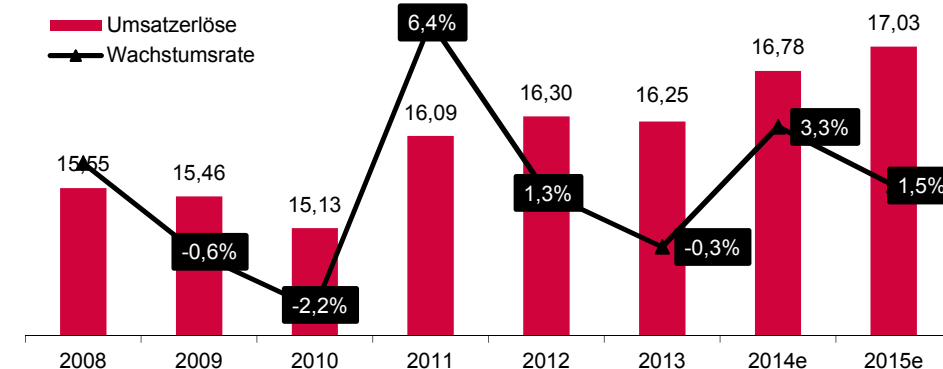
Auf Grund des warmen Wetters in den ersten Monaten des Jahres und dem quasi ausgefallenen Winter, erlebte die deutsche Bierwirtschaft einen hervorragenden Jahresstart. Deutschlandweit waren im Januar und Februar Absatzsteigerungen um 3,5 % zu verzeichnen. Noch deutlicher war der Zuwachs in Bayern, dem Hauptabsatzgebiet der BHB Brauholding AG. Hier konnte ein Zuwachs um sogar 6,4 % erreicht werden.

Von dieser positiven Entwicklung konnte die BHB Brauholding AG sogar überproportional profitieren und wies in den ersten beiden Monaten des Jahres einen Absatzzuwachs um 9,8 % auf. Hinzu kommt, dass im Juni/Juli 2014 die Fußball-WM stattfinden wird. Derartige sportliche Großereignisse führen in der Regel zu einem verstärkten Bierkonsum in Folge eines verstärkten Andrangs auf Biergärten, Gaststätten und Public Viewing-Veranstaltungen.

Insofern sind die Aussichten auf das laufende Jahr 2014 sehr vielversprechend und sollten zu einer Absatzsteigerung gegenüber 2013 führen. Hinzu kommt ein anorganischer Absatzzuwachs durch die Kooperationsvereinbarung mit der Schlossbrauerei Herrngiersdorf.

Insgesamt ist daher für das GJ 2014 von einer deutlichen Absatz- und auch Umsatzsteigerung auszugehen. Das Management der BHB Brauholding AG erwartet Umsatzerlöse in Höhe von mehr als 16,5 Mio. €. Durch den anorganischen Umsatzeffekt durch die Schlossbrauerei Herrngiersdorf, in Verbindung mit der erwartungsgemäß insgesamt verbesserten Absatzlage, erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 16,78 Mio. € und damit 3,3 % mehr als im Vorjahr. Der organische Zuwachs entspricht dabei rund 2,0 %. Für 2015 setzen wir unsere Wachstumserwartung etwas konservativer mit 1,5 % an. Insgesamt sollten damit in 2014 und 2015 jeweils neue Rekordniveaus beim Umsatz markiert werden können.

### Umsatzerlöse und Wachstumsrate

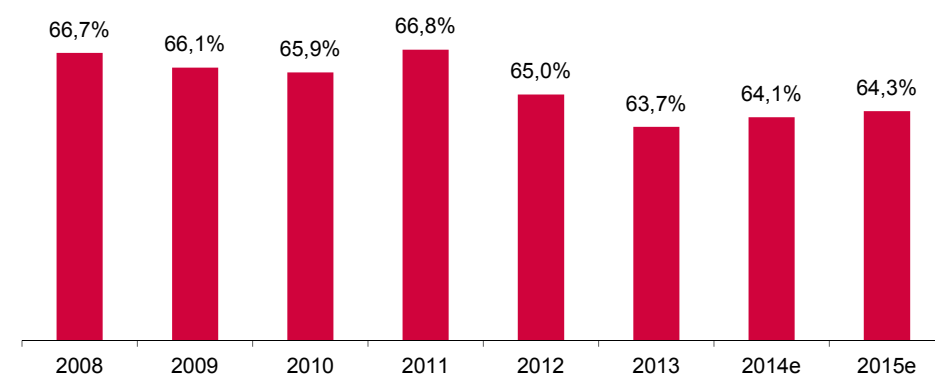


Quelle: GBC

## Ergebnisprognosen

Im Zuge der deutlichen Umsatzausweitung sollten sich auch bei den Ergebnissen merkliche Verbesserungen ergeben. Eine maßgebliche Rolle wird dabei voraussichtlich auch das Rohergebnis spielen. Nachdem im GJ 2013 ein deutlich erhöhter Umsatz mit Handelswaren zu verzeichnen war, sollte das verbesserte Marktumfeld im GJ 2014 zu einem höheren Anteil von Eigenprodukten im Umsatzmix führen. Dies wiederum sollte sich positiv auf die Rohertragsmarge auswirken. Dennoch gehen wir nicht davon aus, dass im GJ 2014 bereits wieder Rohertragsmargen erzielt werden, die auf dem Niveau der Vorjahre liegen. Vielmehr tragen wir hier den anhaltenden Preissteigerungen bei den Einsatzstoffen Rechnung.

### Entwicklung der Rohertragsmarge



Quelle: GBC

Bei den Personalaufwendungen sollten im GJ 2014 noch weitere Steigerungen zu beobachten sein, was im Zusammenhang mit den tariflichen Lohnerhöhungen 2013 zu sehen ist. Diese wurden zum 01.05.2013 um 2,9 % vorgenommen, was sich damit im 1. HJ 2014 noch erhöhend auf die Personalaufwendungen auswirken sollte.

Ansonsten gehen wir für das GJ 2014 von einer weiterhin hohen Kostendisziplin aus, so dass entsprechende Skaleneffekte zum Tragen kommen sollten. Insofern gehen wir davon aus, dass ein EBIT in Höhe von 0,45 Mio. € erwirtschaftet wird, 27,8 % über dem Vorjahresniveau. Die EBIT-Marge sollte sich auf 2,7 % verbessern (2012: 2,1 %). Für 2015 rechnen wir auf Grund weiterer Umsatzsteigerungen, aber dann nur unterproportional steigender Kosten mit einer weiteren Verbesserung des EBIT auf 0,51 Mio. € bzw. einer EBIT-Marge von 3,0 %.

Beim Nettoergebnis sollten sich die steigenden operativen Ergebnisse zunächst nicht in gleicher Höhe niederschlagen. Zwar prognostizieren wir nach wie vor sehr niedrige Zinsaufwendungen, da keinerlei Bankverschuldung besteht, jedoch ist der positive Steuereffekt, der im GJ 2013 anfiel, in 2014 nicht wieder zu erwarten. Daher rechnen wir mit einem erhöhten Steueraufwand, so dass der Jahresüberschuss mit 0,27 Mio. € trotz dem deutlich verbesserten EBIT nur leicht über dem Vorjahr liegt. In 2015 sollte dann jedoch ein merklicher Zuwachs auch auf der Nettoebene zu verzeichnen und ein Jahresüberschuss von 0,33 Mio. € erreichbar sein.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 bis 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 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.

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 7,40 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,40 %.

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,40 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 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	4,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	8,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	16,78	17,03	17,27	17,52	17,78	18,04	18,30	18,56	
US Veränderung	3,3%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,12	3,14	3,10	3,09	3,09	3,10	3,12	3,15	
EBITDA	1,90	1,96	2,16	2,19	2,22	2,25	2,29	2,32	
EBITDA-Marge	11,3%	11,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
EBITA	0,45	0,51	0,80	0,80	0,80	0,81	0,83	0,85	4,5%
EBITA-Marge	2,7%	3,0%	4,6%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,26	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	
zu EBITA	38,4%	35,7%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	0,28	0,33	0,54	0,53	0,54	0,55	0,56	0,57	
Kapitalrendite	4,2%	4,9%	7,9%	7,7%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,7%
Working Capital (WC)	1,34	1,36	1,38	1,40	1,42	1,44	1,46	1,49	
WC zu Umsatz	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in WC	-0,05	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,38	5,43	5,57	5,68	5,76	5,82	5,86	5,90	
AFA auf OAV	-1,45	-1,45	-1,36	-1,39	-1,42	-1,44	-1,45	-1,47	
AFA zu OAV	27,0%	26,7%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	6,72	6,79	6,95	7,08	7,18	7,26	7,33	7,38	
EBITDA	1,90	1,96	2,16	2,19	2,22	2,25	2,29	2,32	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,26	-0,26	-0,26	-0,27	-0,27	-0,28	
Investitionen gesamt	-1,55	-1,52	-1,52	-1,52	-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	-0,05	-0,02	-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	0,18	0,26	0,37	0,41	0,44	0,47	0,49	0,52	7,68

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,84	7,09
Barwert expliziter FCFs	2,18	2,09
Barwert des Continuing Value	4,66	5,00
Nettoschulden (Net debt)	-4,16	-4,22
Wert des Eigenkapitals	10,99	11,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,99	11,31
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,55	<b>3,65</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,98
Eigenkapitalkosten	7,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
7,2%	3,74	3,63	3,53	3,44	3,35
7,4%	3,81	3,69	3,59	3,49	3,41
7,7%	3,88	3,76	<b>3,65</b>	3,55	3,46
7,9%	3,94	3,82	3,71	3,61	3,51
8,2%	4,01	3,89	3,77	3,66	3,57



## 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: (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](mailto: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**  
**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](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)