



## **Researchstudie (Anno)**

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



**Getränkeumsatz wächst in 2015 deutlich um +5 %**

-

**Aktuelle Unterbewertung nicht gerechtfertigt**

**Kursziel: 3,75 € (bisher: 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>\*5a,5b,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 3,75 €**

Aktueller Kurs: 2,66  
 20.4.2016 / MCH

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6  
 WKN: A1CRQD  
 Börsenkürzel: B9B  
 Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,1  
 Marketcap<sup>3</sup>: 8,25  
 Enterprise Value<sup>3</sup>: 7,58  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,10 %

Transparenzlevel:  
 m:access

Marktsegment:  
 Freiverkehr

Rechnungslegung:  
 HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

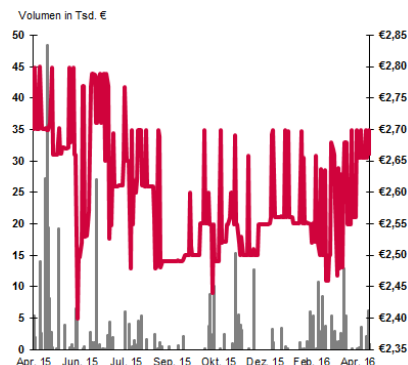
Felix Gode, CFA  
 gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
 filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 17

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum  
 Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke  
 Mitarbeiter: 78  
 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	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz (brutto)	16,28	17,04	17,30	17,56
EBITDA	1,72	1,88	1,92	1,96
EBIT	0,33	0,47	0,50	0,53
Jahresüberschuss	0,01	0,31	0,34	0,37

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,00	0,10	0,11	0,12
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,47	0,44	0,44	0,43
EV/EBITDA	4,42	4,03	3,95	3,87
EV/EBIT	22,89	16,05	15,15	14,40
KGV	824,60	26,60	24,25	22,29
KBV		0,77		

### Finanztermine

01.07.2016: Hauptversammlung  
 14.07.2016: m:access Analystenkonferenz  
 08.08.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
 17.03.2016: RS / 3,65 / KAUFEN  
 26.02.2016: RS / 3,65 / KAUFEN  
 11.11.2015: RS / 3,65 / KAUFEN  
 09.11.2015: RS / 3,65 / KAUFEN  
 06.08.2015: RS / 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

- Im GJ 2015 konnte die BHB Brauholding AG (BHB AG) eine beachtliche Steigerung des Getränkeabsatzes um 2,3 % erreichen. Dabei trugen insbesondere die eigenproduzierten Getränke mit einem Zuwachs um 3,1 % maßgeblich zur erfreulichen Entwicklung bei. Der Absatz der margenschwachen Handelswaren war hingegen geplant um 5,4 % rückläufig.
- In Folge der günstigen Verschiebung des Umsatzmixes verbesserten sich die Umsatzerlöse nochmals klar überproportional zum Getränkeabsatz, mit einer Steigerung des Getränkeumsatzes um 5,0 %. Die gesamten Umsatzerlöse legten um 4,7 % zu. Hinsichtlich der Vertriebswege hat das Gastronomiegeschäft besonders stark zum Wachstum beigetragen, was zu großen Teilen den guten Wetterverhältnissen in 2015 zuzurechnen ist. Darüber hinaus wurden in 2015 hohe Anstrengungen unternommen, um die Marktdurchdringung auszuweiten, was über eine Ausweitung des Vertriebsnetzes und eine Optimierung der Logistik erreicht wurde.
- Hinsichtlich der Kosten wies die BHB AG, wie auch schon in den Vorjahren, eine hohe Disziplin auf. Während die Materialaufwandsquote gegenüber 2014 unverändert blieb, konnten bei den weiteren Kostenpositionen Personalaufwand und sonstige betriebliche Aufwendungen unterproportionale Anstiege verzeichnet werden. Dies führte zu einer merklichen Verbesserung des EBITDA um 9,7 % auf 1,88 Mio. €. Das EBIT kletterte aufgrund ebenfalls flach ansteigender Abschreibungen nochmals deutlicher um 42,7 % auf 0,47 Mio. €.
- Für das GJ 2016 rechnet der Vorstand der BHB AG mit einem gleichbleibenden Getränkeumsatz. Wir erwarten, dass die Umsatzprognosen konservativ formuliert sind und im Zuge der weiteren Marktdurchdringung und Vertrieboptimierung, die bereits in 2015 begonnen wurde, sogar einen leichter Anstieg der Bruttoumsatzerlöse um 1,5 % auf 17,30 Mio. € erreicht wird.
- Auf Grund der anhaltenden Kostendisziplin und der steigenden Umsatzerlöse erwarten wir zudem weitere Skaleneffekte mit dem Resultat weiterer Ergebnisverbesserungen. So erwarten wir für 2016 ein EBITDA von 1,92 Mio. €. Das EBIT sollte gemäß unseren Schätzungen bei 0,50 Mio. € liegen, was einer EBIT-Marge von 2,9 % entspricht, bevor in 2017 die 3 %-Marke erreicht werden sollte.
- Mit den Zahlen für das GJ 2015 hat die BHB AG einmal mehr eindrucksvoll bewiesen, dass auch im schwierigen Marktumfeld deutliche Umsatzsteigerungen möglich sind. Das in den vergangenen Jahren gelegte Fundament war dabei ein entscheidender Faktor. Zudem fußt der Erfolg des Unternehmens auf einer sehr soliden bilanziellen Situation, mit einer Eigenkapitalquote von 78,2 % sowie einer Nettocashposition von 0,67 Mio. €.
- **Noch immer notiert die Aktie der BHB AG rund 20 % unterhalb ihres Buchwertniveaus. Die starken Zahlen für 2015, inklusive eines operativen Cashflows von 1,88 Mio. €, rechtfertigen eine derartige Bewertung unterhalb der Eigenkapitalsubstanz unseres Erachtens nicht. Wir bleiben bei unserer sehr positiven Einschätzung für das Unternehmen und erhöhen das Kursziel von 3,65 € auf 3,75 €. Das Rating KAUFEN wird entsprechend erneuert.**

## INHALTSVERZEICHNIS

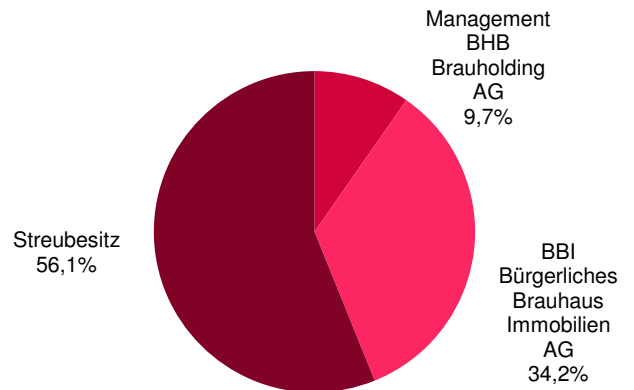
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2015) .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Markenportfolio .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>6</b>
Kennzahlen im Überblick .....	6
Geschäftsentwicklung 2015 .....	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

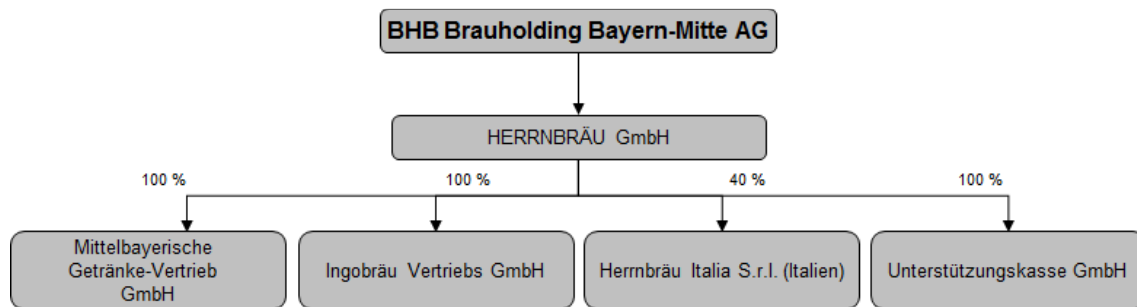
### Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2015)

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

Quelle: BHB, GBC



### Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

### Markenportfolio

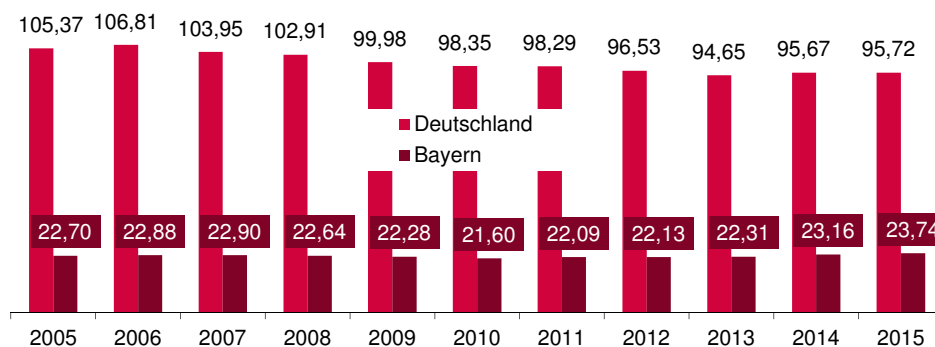


Quelle: BHB, GBC

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Biermarkt entwickelte sich im Jahr 2015 zum zweiten Mal hintereinander positiv und lag um 0,1 % über dem Vorjahresniveau. 2014 war vor dem Hintergrund der Fußball-WM ein sehr gutes Jahr, weshalb die Entwicklung in 2015 als noch einmal stärker einzuschätzen ist. In Bayern, dem Hauptabsatzgebiet der BHB Brauholding AG, war die Entwicklung in 2015 noch besser. Hier konnte nicht nur das fünfte Jahr in Folge ein Wachstum erzielt werden, sondern dieses fiel mit 2,5 % sogar deutlich dynamischer aus als auf gesamtdeutscher Ebene.

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



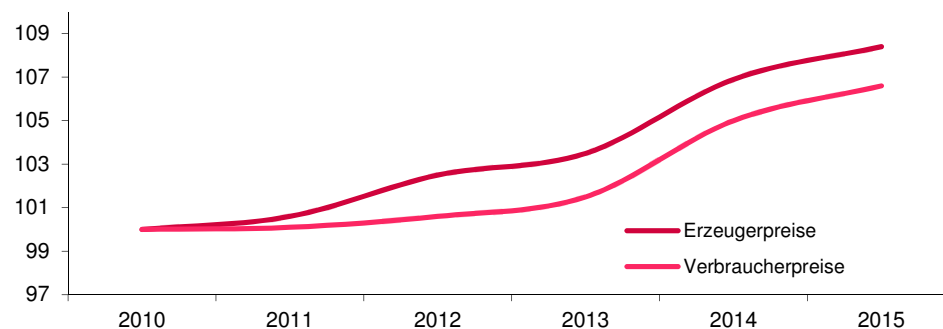
Quelle: Statistisches Bundesamt

Hintergrund der guten Entwicklung des Biermarktes war insbesondere die gute Konsumstimmung der Deutschen, gepaart mit optimalen Wetterverhältnissen in 2015. In Bayern wirkt sich zudem das anhaltende Bevölkerungswachstum positiv aus, insbesondere in den Metropolregionen wie z.B. München, Nürnberg oder Ingolstadt.

Auf der anderen Seite bleibt der Biermarkt in Deutschland von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt. Dies liegt zum einen an der naturgemäß starken Fragmentierung des Marktes, mit hunderten von Brauereien in Deutschland, was zu einem starken Preiskampf im Einzelhandel führt. Zum anderen wird der Preisdruck aber auch durch die Kostenseite bestimmt. Bereits seit vielen Jahren entwickeln sich die Erzeugerpreise stärker nach oben als die Verbraucherpreise, was die Hersteller zunehmend unter Druck setzt und die Handelsspannen schmälert.

Insofern betrachten wir die strategische Positionierung der BHB Brauholding AG im Spezialitätensegment als sehr zielführend, denn hier kann sich das Unternehmen dem Preisdruck ein Stückweit entziehen. Zudem gelingt es dem Unternehmen z.B. auch durch innovative Gebindekonzepte dem Preiskampf Stand zu halten. Dies ist unter anderem ein Grund für die erfolgreiche Geschäftsentwicklung des Unternehmens.

### Entwicklung der Erzeuger- und Verbraucherpreise für Bier (2010=100)



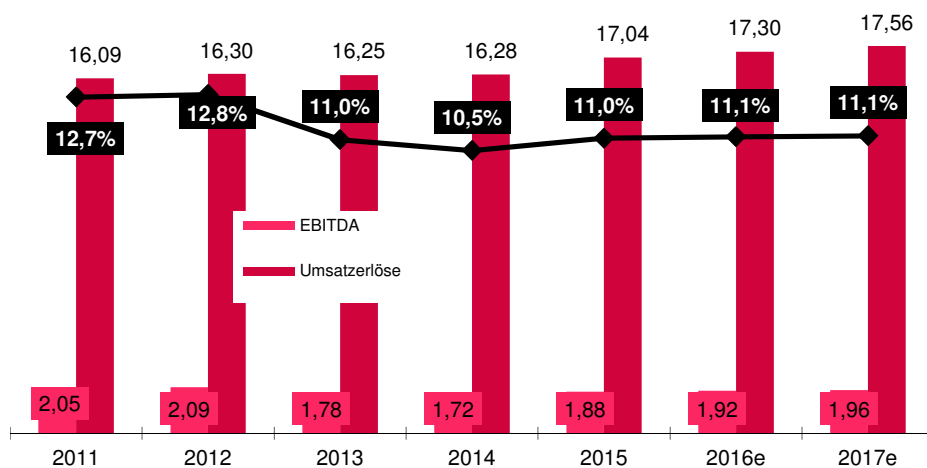
Quelle: Statistisches Bundesamt

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014		GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e	
<b>Umsatzerlöse (brutto)</b>	<b>16,28</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,04</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,30</b>	<b>100,0%</b>	<b>17,56</b>	<b>100,0%</b>
Biersteuer	-0,79	-4,8%	-0,79	-4,7%	-0,80	-4,6%	-0,81	-4,6%
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>15,49</b>	<b>95,2%</b>	<b>16,25</b>	<b>95,3%</b>	<b>16,50</b>	<b>95,4%</b>	<b>16,75</b>	<b>95,4%</b>
Bestandsveränderung	0,07	0,5%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,25	1,5%	0,20	1,2%	0,20	1,2%	0,20	1,1%
Materialaufwand	-6,06	-37,2%	-6,34	-37,2%	-6,40	-37,0%	-6,50	-37,0%
<b>Rohergebnis</b>	<b>9,75</b>	<b>59,9%</b>	<b>10,11</b>	<b>59,3%</b>	<b>10,30</b>	<b>59,5%</b>	<b>10,46</b>	<b>59,6%</b>
Personalaufwand	-4,83	-29,7%	-4,90	-28,8%	-5,05	-29,2%	-5,15	-29,3%
Abschreibungen	-1,38	-8,5%	-1,41	-8,3%	-1,42	-8,2%	-1,43	-8,1%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,28	-20,2%	-3,40	-19,9%	-3,41	-19,7%	-3,44	-19,6%
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>0,25</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,40</b>	<b>2,3%</b>	<b>0,41</b>	<b>2,4%</b>	<b>0,44</b>	<b>2,5%</b>
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,09	0,6%	0,08	0,4%	0,09	0,5%	0,09	0,5%
Zinserträge	0,00	0,0%	0,01	0,0%	0,01	0,1%	0,01	0,1%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,01	-0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Zinsaufwendungen	-0,02	-0,1%	-0,03	-0,2%	-0,02	-0,1%	-0,01	-0,1%
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,31</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,44</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,49</b>	<b>2,8%</b>	<b>0,53</b>	<b>3,0%</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,30	-1,8%	-0,14	-0,8%	-0,15	-0,9%	-0,16	-0,9%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,01</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,31</b>	<b>1,8%</b>	<b>0,34</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,37</b>	<b>2,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,72</b>		<b>1,88</b>		<b>1,92</b>		<b>1,96</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>10,5</i>		<i>11,0</i>		<i>11,1</i>		<i>11,1</i>	
<b>EBIT</b>	<b>0,33</b>		<b>0,47</b>		<b>0,50</b>		<b>0,53</b>	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>2,0</i>		<i>2,8</i>		<i>2,9</i>		<i>3,0</i>	
Ergebnis je Aktie in €	0,00		0,10		0,11		0,12	
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 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	Δ zum VJ	GJ 2015
Umsatzerlöse (brutto)	16,28	+4,7 %	17,04
Umsatzerlöse (netto)*	15,49	+4,9 %	16,25
EBITDA (Marge)	1,72 (10,5 %)	+9,7 %	1,88 (11,0 %)
EBIT (Marge)	0,33 (2,0 %)	+42,7 %	0,47 (2,8 %)
Jahresüberschuss	0,01	> +100 %	0,31
EPS in €	0,00	> +100 %	0,10

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

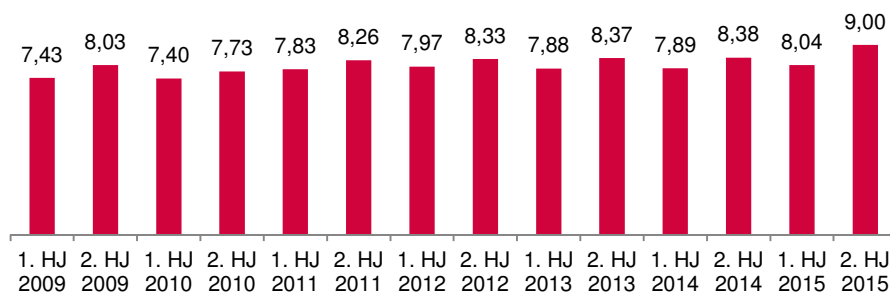
**Hinweis: Ab dem Jahr 2016 wird die BHB Brauholding AG die Biersteuer direkt vom Umsatz absetzen, anstelle des bisherigen Ausweises im Steueraufwand. Hintergrund ist die Anwendung des Deutschen Rechnungslegungs Standard Nr. 21 (DRS 21). Auf Grund dessen weisen wir nunmehr zusätzlich zum Bruttoumsatz den um die Biersteuer verminderten Nettoumsatz aus. Die nachfolgenden Umsatzangaben sowie die Margenberechnung beziehen sich jedoch zunächst nach wie vor auf die Bruttowerte.**

### Umsatzentwicklung

Die BHB Brauholding AG (BHB AG) konnte im GJ 2015 eine Steigerung des Gesamt-Getränke-Absatzes um 2,3 % erreichen. Damit entwickelte sich das Unternehmen einmal mehr überproportional zum deutschen und zum bayerischen Biermarkt. Dabei war insbesondere beim Eigengetränke-Absatz eine deutliche Steigerung um 3,1 % festzustellen, während im Handelsgeschäft bewusst ein Rückgang um 5,4 % verzeichnet wurde. Hierbei wurden einzelne Lieferverträge im margenschwachen Handelsgeschäft beendet und damit der Umsatzanteil der margenstarken Eigengetränke erhöht.

Besonders das 2. HJ zeichnete sich in 2015 sehr stark. Dabei ist ein wesentlicher Faktor die sehr warme und lange Wetterphase im Sommer gewesen. In Kombination mit dem verbesserten Umsatzmix wirkte sich dies stark auf die Umsatzerlöse aus. Mehr noch konnte der leichte Absatzrückgang des 1. HJ 2015 überkompensiert werden, so dass zum Jahresende mit 17,04 Mio. € ein deutliches Umsatzplus von 4,7 % zu verzeichnen war. Nur den Getränkeumsatz betrachtet, lag die Steigerung gegenüber 2014 sogar bei 5,0 %. Das 2. HJ 2015 isoliert betrachtet, war sogar eine Steigerung um 7,4 % festzustellen, was wir als einen außerordentlich starken Wert einschätzen.

### Entwicklung der Umsatzerlöse nach Halbjahren (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Die Absatz- und Umsatzzahlen zeigen deutlich auf, dass die BHB Brauholding AG im Jahr 2015 erneut weitere Marktanteile hinzugewonnen haben sollte. Hierbei zahlt sich die konsequente strategische Orientierung des Unternehmens über die vergangenen Jahre hinweg aus. Dabei greifen mehrere Elemente ineinander. Wenngleich der Markt von einer hohen Wettbewerbsintensität geprägt ist, führen die zahlreichen Optimierun-



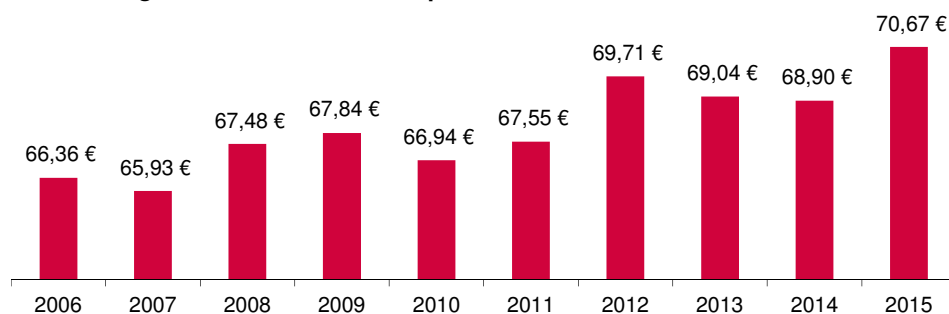
gen an verschiedenen Stellen in Summe zu einer kontinuierlichen Verbesserung. Zu nennen sind hierbei z.B. die Kooperationen mit der Schlossbrauerei Herrngiersdorf oder Leitner. In Verbindung mit einem Ausbau des Vertriebsnetzes in der Breite und einer verbesserten Logistik wurden neue Absatzgebiete erschlossen und neue Kunden in der Gastronomie und im Einzelhandel hinzugewonnen. Die Effekte daraus sind in 2015 umsatzseitig besonders stark spürbar geworden. Vor allem sollten die Effekte aber auch in den Folgejahren noch positiv wirken.

Ein weiteres wichtiges Element ist das Exportgeschäft. Vor allem in Italien entwickelte sich der Absatz in den vergangenen Jahren sehr gut. Auch in 2015 legte der Absatz hier wieder um 5,8 % zu. Insgesamt ist die BHB Brauholding AG eine der führenden deutschen Brauereien für den italienischen Markt. Nicht zuletzt zeichnet sich die BHB AG durch immer neue Produktinnovationen im Bereich der Bierspezialitäten aus, was die Nachfrage und damit das Wachstum antreibt.

In den vergangenen 10 Jahren konnte die BHB AG vor diesen Hintergründen mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von 1,5 % wachsen. Im Vergleich dazu schrumpfte der deutsche Biermarkt im gleichen Zeitraum um jährlich im Schnitt -1,2 %. Der bayerische Biermarkt legte mit durchschnittlich immerhin um 0,4 % zu. Daraus wird deutlich, dass die BHB AG konsequent Marktanteile hinzugewonnen hat, was unseres Erachtens angesichts des stark wettbewerbsorientierten Marktes sehr für das Management des Unternehmens spricht.

Ein wettbewerbsintensives Marktumfeld heißt auch, dass der Preisdruck auf dem deutschen Biermarkt stark ist. Aber auch diesem konnte sich das Unternehmen stets gut entziehen. Auch in 2015 hat das Unternehmen Preiserhöhungen durchsetzen können, ohne dabei Absatzeinbußen hinnehmen zu müssen. Vielmehr erreichte die BHB AG über die vergangenen Jahre eine stetige Steigerung der Preise pro Hektoliter. Dies begünstigt die Ergebnisstabilität und unterstreicht vor allem auch die qualitative Stellung des Unternehmens am Markt.

#### Entwicklung des Getränkeumsatzes pro Hektoliter



Quelle: BHB, GBC

#### Ergebnisentwicklung

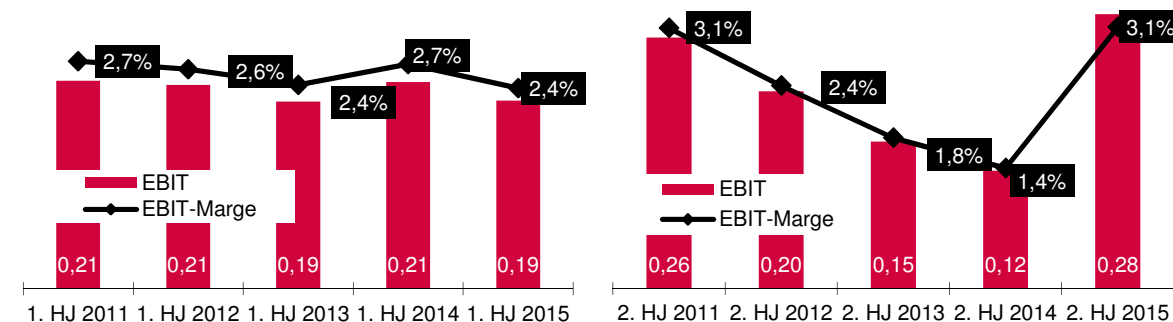
Neben den steigenden Umsatzerlösen haben sich in 2015 auch die anhaltend stabilen Kostenrelationen positiv auf die Ergebnissituation der BHB AG ausgewirkt. So lag die Materialaufwandsquote mit 37,2 % exakt auf Vorjahresniveau, die Materialaufwendungen entwickelten sich also genau proportional zum Umsatz. Hintergrund dessen sind insgesamt kaum veränderte Rohstoffkosten gegenüber dem Vorjahr gewesen.

Bei den wesentlichen Fixkostenpositionen waren hingegen unterproportionale Anstiege zum Umsatz zu verzeichnen. So waren beim Personalaufwand, den Abschreibungen

sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen jeweils leicht rückläufige Kostenquoten in Relation zum Umsatz zu beobachten.

In Summe konnte das EBIT daher klar um 42,7 % auf 0,47 Mio. € verbessert werden, nach 0,33 Mio. € im Vorjahr. Damit wurde auch das höchste EBIT-Niveau der vergangenen zehn Jahre markiert. Insbesondere im 2. HJ 2015 erfolgte dabei eine deutliche Steigerung gegenüber dem Vorjahr. Nachdem das EBIT im 2. HJ 2014 0,12 Mio. € betrug, lag dieses im 2. HJ 2015 mit 0,28 Mio. € merklich höher. In den vergangenen Jahren war das 1. HJ generell von einer hohen Stabilität geprägt, wohingegen das 2. HJ in der Regel volatiler verlief. Dies dürfte insbesondere auf das für das Brauereigeschäft wichtige Sommergeschäft zurückzuführen sein. Ist der Sommer lang und warm, fallen die Umsätze und auch Ergebnisse meist besser aus. In den vergangenen beiden Geschäftsjahren 2013 und 2014 kam zudem hinzu, dass einmalige Sonderbelastungen jeweils im 2. HJ belastend zu Buche schlugen, was sich in 2015 nunmehr nicht wiederholte. Mit dem deutlich gesteigerten EBIT legte auch die EBIT-Marge wieder deutlich zu. Nach 2,0 % im Vorjahr lag diese in 2015 bei 2,8 % und damit schon wieder sehr nahe unserer kurzfristigen Zielmarge von 3,0 %.

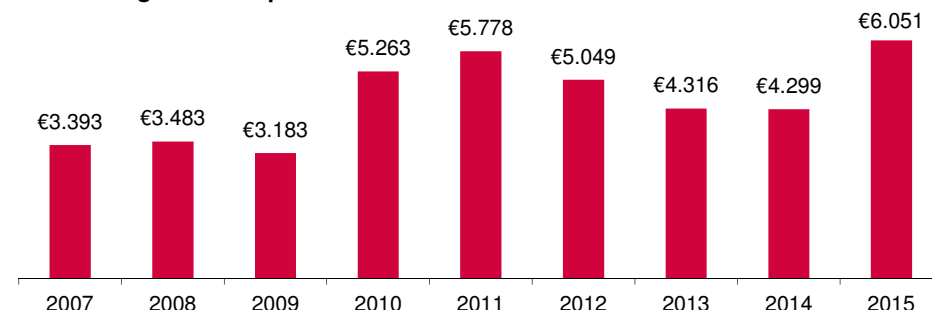
#### Entwicklung des EBIT (in Mio. €) und der EBIT-Marge (in %) nach Halbjahren



Quelle: BHB, GBC

Nicht zuletzt schlug sich die Ergebnisverbesserung in 2015 auch positiv auf die Effizienz Kennzahl EBIT pro Mitarbeiter nieder. Diese legte in 2015 auf durchschnittlich 6.051 € EBIT pro Mitarbeiter zu und erreichte damit das höchste Niveau innerhalb der vergangenen zehn Jahre. Die Verbesserungen wurden dabei neben der Steigerung des EBITs auf Rekordniveau auch durch eine leichte Reduktion des Mitarbeiterbestandes herbeigeführt, was wiederum im Zusammenhang mit Effizienzverbesserungen zu sehen ist.

#### Entwicklung des EBIT pro Mitarbeiter in €



Quelle: BHB, GBC

Das Zinsergebnis ist bei der BHB AG von untergeordneter Bedeutung, da das Unternehmen eine außerordentlich niedrige Verschuldung und vielmehr in der Bilanz eine Nettocashposition ausweist. Nach Steuern lag das Ergebnis bei 0,31 Mio. €, nach einem ausgeglichenen Wert im Vorjahr. Mit dem entsprechenden Ergebnis je Aktie von 0,10 € wird auch für das Jahr 2015 wieder eine Dividende in Höhe von 0,06 € je Aktie vorgeschlagen werden.

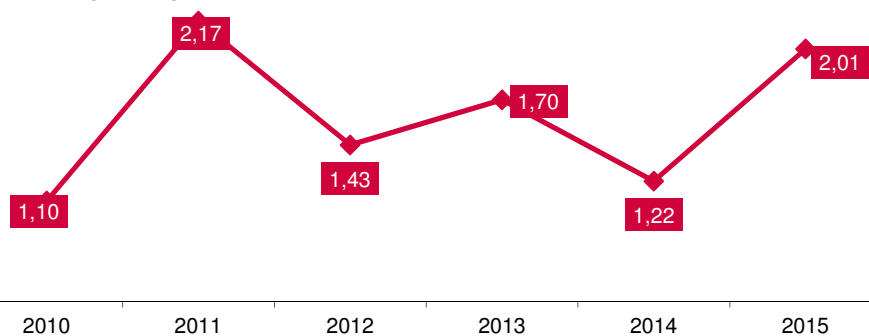
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Eigenkapital	10,79	10,62	10,74
EK-Quote (in %)	81,6 %	75,7 %	78,2 %
Finanzverbindlichkeiten	0,00	0,68	0,36
Liquide Mittel	0,87	0,69	1,03
Nettoverschuldung	-0,87	0,01	-0,67
Operatives Anlagevermögen	5,33	5,93	6,27
Net Working Capital	1,29	1,31	0,95

Quelle: BHB, GBC

Entsprechend den deutlich verbesserten Ergebnissen legte auch der operative Cashflow gegenüber 2014 kräftig zu und markierte mit 2,01 Mio. € den zweithöchsten Stand innerhalb der letzten sechs Jahre. Ungeachtet dessen wies die BHB AG in den vergangenen Jahren stets klar positive operative Cashflows aus, was die hohe Ergebnisqualität des Unternehmens verdeutlicht. Angesichts stabiler Investitionscashflows von durchschnittlich rund -1,5 Mio. € pro Jahr erwirtschaftete die BHB AG in den vergangenen Jahren zudem auch überwiegend positive Free-Cashflows.

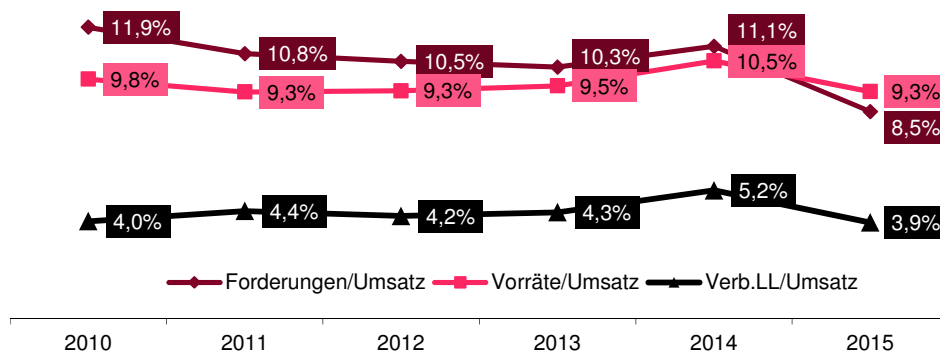
### Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Begünstigt wurde der gute Cashflow im GJ 2015 neben den gesteigerten Ergebnissen durch einen Rückgang bei den wesentlichen Working Capital-Größen Forderungen aus Lieferungen & Leistungen sowie Vorräten, welche zusammen rund 22 % der Bilanzsumme ausmachen. Hintergrund der deutlichen Rückgänge beim Working Capital war im Bereich der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen eine weitere Verbesserung des Forderungsmanagements. Dieses wurde in 2015 bewusst optimiert. Bei den Vorräten ist die Reduktion hingegen auf Stichtagseffekte zurückzuführen, was auch daraus ersichtlich wird, dass die Vorratsquote von 9,3 % in 2015 bereits in den Vorjahren schon einmal erreicht wurde.

### Entwicklung der Working Capital-Quoten



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 78,2 % und keine Nettoverschuldung</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-EM in 2016, könnten den Bierabsatz 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 Absatzzrückgängen 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 2015	GJ 2016e (alt)	GJ 2016e (neu)	GJ 2017e
Umsatzerlöse (brutto)	17,04	16,85	17,30	17,56
Umsatzerlöse (netto)	16,25	16,02	16,50	16,75
EBITDA (Marge)	1,88 (11,0 %)	1,80 (11,3%)	1,92 (11,1%)	1,96 (11,1%)
EBIT (Marge)	0,47 (2,8 %)	0,40 (2,4%)	0,50 (2,9%)	0,53 (3,0%)
Konzernjahresüberschuss	0,31	0,25	0,34	0,37
EPS in €	0,10	0,08	0,11	0,12

Quelle: GBC

### Umsatzprognosen

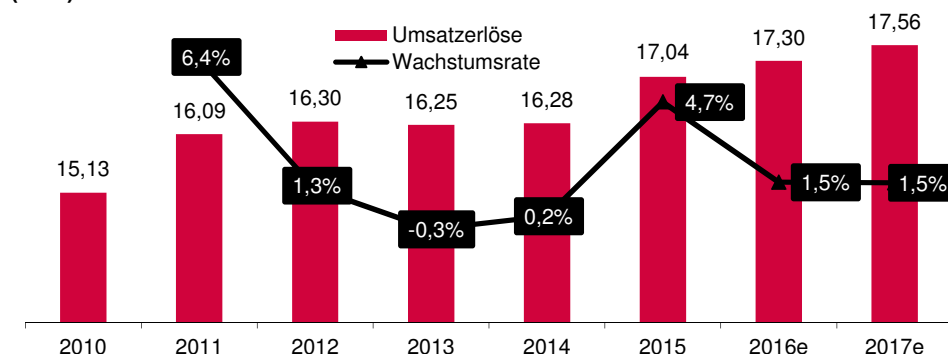
Für das GJ 2016 geht das Management der BHB AG von einem leicht rückläufigen Absatzvolumen in Höhe von 214 Tausend Hektolitern (thl) aus, gegenüber 216 thl in 2015. Hintergrund des erwarteten Absatzrückganges ist die sehr gute Sommersaison in 2015, die in 2016 schwer zu übertreffen sein wird. Wir gehen jedoch davon aus, dass, wenn gleich die Wetterbedingungen in diesem Jahr eventuell nicht so begünstigend werden sollten, dies durch die Erfolge bei der Erweiterung des Absatzgebietes und der Kundenzahlen kompensiert werden kann. Die Erfolge hierbei waren in 2015 bemerkenswert und sollten in 2016 eine anhaltend begünstigende Auswirkung auf den Absatz haben. Insofern halten wir es für sehr realistisch, dass die BHB AG auch in 2016 die Absatzmenge von 216 thl wieder mindestens erreichen kann. Einen positiven Effekt könnten in 2016 dabei auch die sportlichen Großereignisse der Fußball-EM sowie der Olympiade ausmachen und für eine zusätzliche Absatzbelebung sorgen.

Nicht zuletzt plant das Unternehmen weitere Preiserhöhungen in Teilsegmenten bei Bier, alkoholfreien Getränken und den Handelswaren durchzusetzen bzw. hat diese zum jetzigen Zeitpunkt bereits teilweise umgesetzt. Die Preiserhöhungen sollten dabei dazu beitragen, dass ein eventueller Absatzrückgang kompensiert wird, so dass ein Getränkeumsatz mindestens auf Vorjahresniveau angestrebt wird.

Zudem soll die Forcierung der Marktdurchdringung weiter betrieben werden. Dabei ist es das Ziel, weitere Neukunden durch die Ausweitung des Vertriebsnetzes zu gewinnen und die Distribution weiter zu verbessern. Durch die Optimierung der Logistik, was ebenfalls bereits in 2015 begonnen wurde, können Kunden besser und schneller bedient werden, was zur Absatzförderung beiträgt.

Wir gehen aus den genannten Gründen davon aus, dass die Umsatzprognosen des Managements für 2016 konservativ angesetzt sind und erwarten vielmehr eine leichte Steigerung der Brutto-Umsatzerlöse um 1,5 % auf 17,30 Mio. €. Auch für das GJ 2017 erwarten wir eine weitere Steigerung der Umsatzerlöse um 1,5 % auf dann 17,56 Mio. €.

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



Quelle: GBC

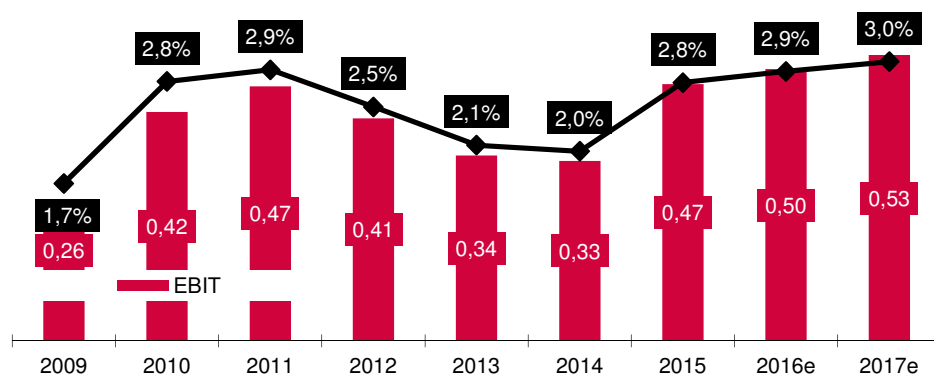
## Ergebnisprognosen

Im Zuge der erwarteten höheren Umsatzerlöse ist auch davon auszugehen, dass es der BHB AG gelingen wird, die Ergebnisse weiter zu verbessern. Dabei gehen wir davon aus, dass die wesentlichen Rohstoffpreise auch in den kommenden beiden Jahren überwiegend unverändert bleiben. Vor dem Hintergrund der Preiserhöhungen und der bewussten Konzentration auf die eigenen Getränke sollte es dem Unternehmen daher gelingen, die Rohertragsmarge leicht steigern können. In unseren Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 gehen wir von geringfügigen Verbesserungen auf 59,5 % und 59,6 % aus, ausgehend von 59,3 % in 2015.

Darüber hinaus hat die BHB AG in den vergangenen Jahren zweifelsohne bewiesen, dass eine hohe Kostendisziplin verfolgt wird. Da nicht davon auszugehen ist, dass sich an dieser Orientierung in den nächsten Jahren etwas ändern wird, erwarten wir unterproportional zum Umsatzanstieg verlaufende Kostensteigerungen.

Lediglich bei den Personalaufwendungen erwarten wir einen leichten Anstieg der Kostenquote, was vor dem Hintergrund der derzeit laufenden Tarifverhandlungen in der Brauereibranche zu sehen ist. Derzeit liegen noch keine endgültigen Ergebnisse vor. Insgesamt erwarten wir aber, dass weitere Skaleneffekte zum Tragen kommen werden, mit dem Effekt steigender Ergebnismargen.

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



Quelle: GBC

So berücksichtigen unsere Schätzungen für das GJ 2016 und 2017 einen leicht überproportionalen Anstieg zu den Umsatzerlösen. Wie auch in den vergangenen Jahren sollten die Investitionen nur leicht oberhalb der Abschreibungen ausfallen, so dass mit einem gemäßigten Anstieg der Abschreibungen zu rechnen ist. So erwarten wir, dass das EBIT in 2017 ein Niveau von 0,53 Mio. € erreicht und damit eine EBIT-Marge von 3,0 % erwirtschaftet wird. Dies würde bei EBIT und EBIT-Marge gleichzeitig ein neues Rekordniveau in der Unternehmenshistorie bedeuten.

Auf Grund der auf Basis der Nettoverschuldung unverschuldeten Situation der BHB AG fällt das Finanzergebnis inzwischen kaum mehr ins Gewicht, so dass auch das Nettoergebnis merklichen Steigerungen unterlegen sein sollte, wenn das EBIT verbessert werden kann. Daher rechnen wir für 2017 mit einem Jahresüberschuss in Höhe von dann 0,37 Mio. €. Hinsichtlich der Dividende, die in den vergangenen Jahren konstant bei 0,06 € je Aktie lag, ist vor diesem Hintergrund mit einer Fortführung der kontinuierlichen Ausschüttungspolitik auszugehen.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 bis 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 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 12,0 % 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 1,50 % (bislang: 1,25 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,89 (bislang: 0,98).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,4 % (bisher: 6,4 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,4 % (bisher: 6,4 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,4 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als **Kursziel 3,75 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel von 3,65 € leicht nach oben hin angepasst. Insbesondere die weiter verbesserten Geschäftsaussichten auf die kommenden Jahre haben zur Anhebung des Kursziels geführt.

## 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	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,3%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	6,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	17,30	17,56	17,83	18,10	18,38	18,66	18,95	19,24	
US Veränderung	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,72	2,73	2,75	2,77	2,79	2,82	2,85	2,88	
EBITDA	1,92	1,96	2,05	2,08	2,11	2,15	2,18	2,21	
EBITDA-Marge	11,1%	11,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	0,50	0,53	0,62	0,64	0,66	0,68	0,71	0,73	
EBITA-Marge	2,9%	3,0%	3,5%	3,5%	3,6%	3,6%	3,7%	3,8%	4,0%
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,16	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,35	0,37	0,44	0,45	0,46	0,48	0,49	0,51	
Kapitalrendite	4,9%	5,0%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	7,0%
Working Capital (WC)	1,03	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12	1,14	1,15	
WC zu Umsatz	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in WC	-0,08	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,35	6,42	6,49	6,55	6,59	6,62	6,65	6,67	
AFA auf OAV	-1,42	-1,43	-1,43	-1,44	-1,46	-1,47	-1,47	-1,48	
AFA zu OAV	22,4%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	7,38	7,47	7,56	7,63	7,69	7,74	7,79	7,83	
EBITDA	1,92	1,96	2,05	2,08	2,11	2,15	2,18	2,21	
Steuern auf EBITA	-0,15	-0,16	-0,19	-0,19	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	
Investitionen gesamt	-1,58	-1,51	-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	-0,08	-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	0,19	0,29	0,34	0,37	0,40	0,43	0,45	0,48	8,77

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,80	8,02
Barwert expliziter FCFs	2,12	1,97
Barwert des Continuing Value	5,68	6,04
Nettoschulden (Net debt)	-3,51	-3,61
Wert des Eigenkapitals	11,31	11,62
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,31	11,62
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,65	<b>3,75</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	6,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>6,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%
6,5%	3,89	3,72	3,57	3,44	3,33
6,8%	3,99	3,82	3,66	3,52	3,40
7,0%	4,10	3,91	<b>3,75</b>	3,61	3,48
7,3%	4,20	4,01	3,84	3,69	3,56
7,5%	4,31	4,10	3,93	3,77	3,63



## 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, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@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:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)