



Researchstudie (Anno)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Gute Positionierung im schwierigen Marktumfeld

-

Umsatz- und Margensteigerungen in Aussicht

Kursziel: 3,80 € (bisher: 3,65€)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 16

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Rating: KAUFEN
Kursziel: 3,80 €

Aktueller Kurs: 2,90
09.05.2018 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
WKN: A1CRQD
Börsenkürzel: B9B
Aktienanzahl³: 3,1
Marketcap³: 8,99
Enterprise Value³: 8,45
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 56,10 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

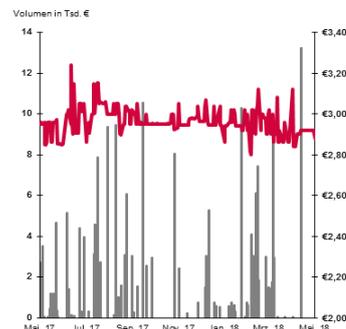
Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Konsum
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke
Mitarbeiter: 79
Gründung: 1882
Firmensitz: Ingolstadt
Vorstand: Franz Katzenbogen, Gerhard Bonschab



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

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz (brutto)	17,10	17,27	17,60	17,88
EBITDA	1,85	2,00	2,03	2,03
EBIT	0,40	0,40	0,48	0,53
Jahresüberschuss	0,21	0,24	0,30	0,33

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,07	0,08	0,10	0,11
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,49	0,49	0,48	0,47
EV/EBITDA	4,57	4,23	4,17	4,17
EV/EBIT	21,33	21,27	17,73	15,98
KGV	43,68	37,94	30,20	26,89
KBV		0,83		

Finanztermine

29.06.2018: Hauptversammlung
19.07.2018: Teilnahme an der Münchner Kapitalmarkt Konferenz (m:access)
07.08.2018: Veröffentlichung Halbjahresbericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
09.08.2017: RS / 3,65 / KAUFEN
25.04.2017: RS / 3,65 / KAUFEN
24.02.2017: RS / 3,75 / KAUFEN
12.10.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
09.08.2016: RS / 3,75 / KAUFEN
05.07.2016: RS / 3,75 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im Geschäftsjahr 2017 konnte die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB) die Brutto-Umsatzerlöse um 1,0% auf 17,27 Mio. € steigern (VJ: 17,10 Mio. €). Konträr hierzu reduzierte sich der Gesamt-Getränke-Absatz um 0,4% auf 214,1 thl (VJ: 215,0 thl). Hauptursächlich für diese Entwicklung war die regenreiche Sommersaison, welche weniger Gäste in die Biergärten lockte. Neben der Umsatzsteigerung erhielt die BHB zahlreiche Branchenpreise für die hohe Qualität der Produkte, was sich als Basis für weiteres Wachstum entwickeln könnte. Konsumenten setzen vermehrt auf Qualität und Regionalität und hiervon könnten insbesondere lokal verankerte Brauereien wie die BHB profitieren.
- Ergebnisseitig konnte eine überproportional positive Entwicklung verbucht werden und das EBITDA steigerte sich um 7,9% auf 2,00 Mio. € (VJ: 1,85 Mio. €). Durch diese Steigerung erhöhte sich die EBITDA-Marge von 10,8% (2016) auf 11,6% (2017). Der Grund für die positive Entwicklung ist zum einen die hohe Kostendisziplin sowie zum anderen die strategische Verdichtung des Vertriebsgebietes. Durch diese Verdichtung werden zusätzlich Kunden im existierenden Vertriebsgebiet adressiert und so können Kostendegressionen in der Logistikkette realisiert werden. Durch diese Skalierungseffekte lassen sich auch langfristig Margenausweitungen erzielen.
- Für das Jahr 2018 erwarten wir eine Steigerung der Brutto-Umsatzerlöse um 1,9% auf 17,60 Mio. € (VJ: 17,27 Mio. €) und eine weitere Steigerung um 1,6% auf 17,88 Mio. € in 2019. Mit unserer Prognose liegen wir im Rahmen der Unternehmensguidance von 17,60 Mio. € Umsatz für 2018. Insbesondere das Jahr 2018 sollte von der Fußball-Weltmeisterschaft profitieren, denn derartige Großevents locken in der Regel viele Zuschauer in die Biergärten. Weiterhin soll das Vertriebsgebiet weiter ausgebaut werden. Zum einen über die beschriebene Verdichtung und zum anderen über eine weitere Expansion in Deutschland, sowie nach Italien und Polen. Gleichzeitig kann die BHB weiterhin eine hohe Produktqualität vorweisen und erhielt in 2017 zahlreiche Branchenpreise. Wir gehen davon aus, dass auch in Zukunft hier weitere Auszeichnungen für die hohe Qualität erzielt werden. In Kombination mit der Verbundenheit mit der Region Ingolstadt und auch Bayern spricht die BHB die aktuellen Interessen von Konsumenten an, welche zunehmend Wert auf Braukunst, Qualität und Regionalität legen.
- Für das Jahr 2018 hat die Gesellschaft eine EBIT-Marge von 2,6% bis 3,0% in Aussicht gestellt. Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen ein EBIT in Höhe von 0,48 Mio. € bei einer EBIT-Marge von 2,7% erzielen sollte und im Folgejahr 2019 ein EBIT in Höhe von 0,53 Mio. € bei einer Marge von 3,0%. Eine sukzessive Margensteigerung sollte durch die Verdichtung des Absatzgebietes, durch die Optimierung der Kosten sowie durch die Erhöhung des Umsatzes möglich sein. Weiterhin verfügt die BHB über einen hohen Anteil an Fixkosten und so wirken sich Umsatzsteigerungen in der Regel direkt Ergebniserhöhend und Margensteigernd aus.
- **Neben der guten Geschäftsentwicklung ist die Aktie weiterhin deutlich unterbewertet. Gegenwärtig weist das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von 8,93 Mio. € auf, was deutlich unter dem Buchwert von 10,81 Mio. € liegt. Darüber hinaus haben wir auf Basis unseres DCF-Modells einen fairen Wert in Höhe von 3,80 € je Aktie (bisher: 3,65 € je Aktie) ermittelt und vergeben wiederholt das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

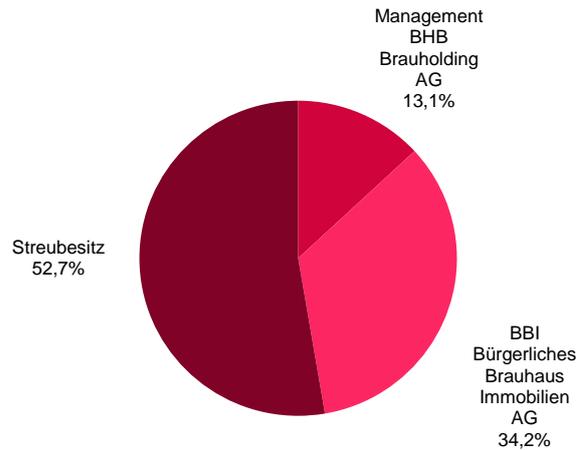
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2017)	4
Konsolidierungskreis	4
Markenportfolio	4
Markt und Marktumfeld	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2017	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell.....	15
Anhang	16

UNTERNEHMEN

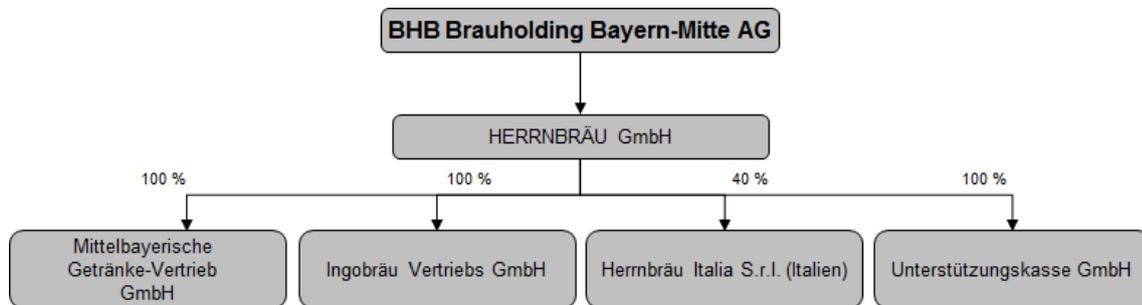
Aktionärsstruktur (Stand: 31.12.2017)

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

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio

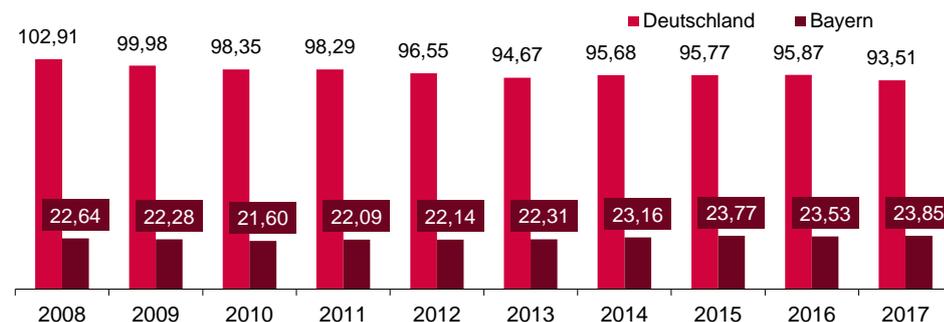


Quelle: BHB, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Nach der stabilen Entwicklung in den vergangenen Jahren, hat der deutsche Biermarkt im Jahre 2017 eine leicht rückläufige Entwicklung zu verbuchen. Der Bierabsatz in Deutschland sank um 2,5% von 95,87 Mio. hl auf 93,51 Mio. hl. Dies ist vor allem auf das regenreiche Geschäftsjahr 2017, den hohen Wettbewerbsdruck, den Preiskampf der Brauwirtschaft sowie auf die rückläufige Exportentwicklung deutscher Biere zurückzuführen. Neben neuen Herausforderungen der Digitalisierung spielt zudem der demografische Wandel eine entscheidende Rolle. Gegenläufig zur Entwicklung des gesamtdeutschen Marktes konnte das Bundesland Bayern in 2017 ein Wachstum um 1,3% von 23,53 Mio. hl auf 23,85 Mio. hl. erzielen und stellt damit die wachstumsstärkste Region Deutschlands dar. Wenngleich die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG ihre Bierspezialitäten auch deutschlandweit vertreibt, stellt Bayern das Hauptabsatzgebiet der Gesellschaft dar und in Zukunft sollte das Unternehmen stark von dieser positiven Marktentwicklung profitieren. Neben der Craftbier-Bewegung, die zu einem Wachstum der Anzahl der Brauereien sowie der Biervielfalt in Deutschland führen könnte, sind auch große Absatzimpulse von Sportereignissen wie der Fußballweltmeisterschaft in der deutschen Brauwirtschaft in 2018 zu erwarten. Des Weiteren sollten auch durch eine stärkere Marktdurchdringung in Italien und Polen zusätzliche Ertragspotenziale generiert werden.

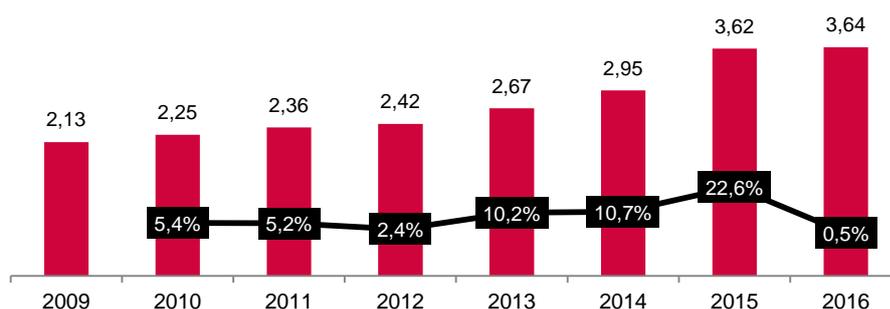
Entwicklung Bierabsatz in Deutschland und Bayern seit 2008 (in Mio. hl)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Nachfrage nach alkoholfreien Bieren entwickelte sich in den letzten Jahren stark positiv. Die Produktion von alkoholfreiem Bier in Deutschland erzielte in dem Zeitraum von 2013 bis 2016 ein Wachstum um 33,3% von 2,67 Mio. hl auf 3,64 Mio. hl. Infolgedessen macht alkoholfreies Bier mittlerweile einen Gesamtanteil von über 6% am Bierabsatz in Deutschland aus. Auch die Anzahl an alkoholfreien Biermischgetränken konnte in den vergangenen Jahren deutlich zulegen, sodass in 2017 etwa jeder 15te gebraute Liter Bier in Deutschland alkoholfrei war. Durch das attraktive Marken- und Produktportfolio der BHB Brauholding Bayern Mitte-AG aus Bier, Biermischgetränken und alkoholfreien Getränken sollte in Zukunft dieses Marktumfeld positiv genutzt werden können.

Entwicklung Produktion von alkoholfreiem Bier in Deutschland seit 2009 (in Mio. hl)



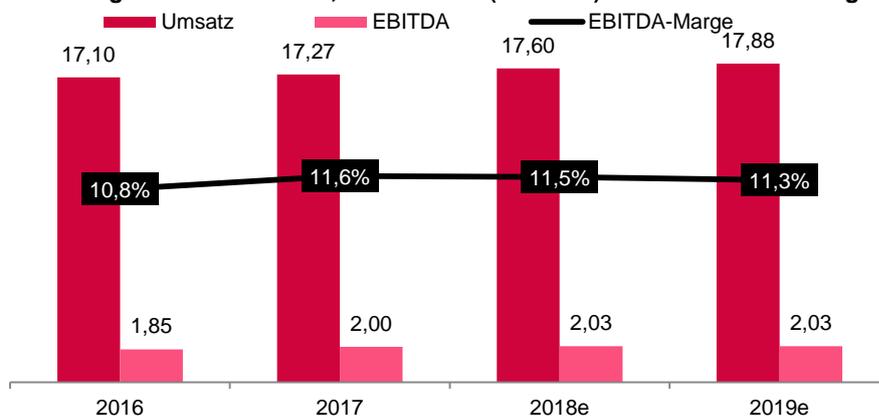
Quelle: Statistisches Bundesamt

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016		GJ 2017		GJ 2018e		GJ 2019e	
Umsatzerlöse (brutto)	17,10	100,0%	17,27	100,0%	17,60	100,0%	17,88	100,0%
Biersteuer	-0,77	-4,5%	-0,76	-4,4%	-0,81	-4,6%	-0,82	-4,6%
Umsatzerlöse (netto)	16,34	95,5%	16,51	95,6%	16,79	95,4%	17,06	95,4%
Bestandsveränderung	0,01	0,0%	-0,02	-0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Aktiviere Eigenleistungen	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Sonstige betriebliche Erträge	0,08	0,5%	0,03	0,2%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Materialaufwand	-6,30	-36,8%	-6,21	-35,9%	-6,32	-35,9%	-6,42	-35,9%
Rohergebnis	10,13	59,2%	10,31	59,7%	10,47	59,5%	10,64	59,5%
Personalaufwand	-4,97	-29,1%	-5,05	-29,2%	-5,12	-29,1%	-5,20	-29,1%
Abschreibungen	-1,45	-8,5%	-1,60	-9,3%	-1,55	-8,8%	-1,50	-8,4%
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,29	-19,3%	-3,23	-18,7%	-3,29	-18,7%	-3,38	-18,9%
Betriebsergebnis	0,41	2,4%	0,44	2,5%	0,51	2,9%	0,56	3,1%
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,07	0,4%	0,05	0,3%	0,05	0,3%	0,05	0,3%
Zinserträge	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,03	-0,1%	-0,04	-0,2%	-0,03	-0,2%	-0,03	-0,2%
Zinsaufwendungen	-0,03	-0,2%	-0,02	-0,1%	-0,03	-0,2%	-0,03	-0,2%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,42	2,4%	0,42	2,5%	0,50	2,8%	0,55	3,1%
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,16	-0,9%	-0,14	-0,8%	-0,15	-0,8%	-0,16	-0,9%
Sonstige Steuern	-0,05	-0,31%	-0,05	-0,3%	-0,05	-0,3%	-0,05	-0,3%
Jahresüberschuss	0,206	1,20%	0,237	1,37%	0,30	1,69%	0,33	1,87%
EBITDA	1,851		1,999		2,027		2,029	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	10,82%		11,57%		11,52%		11,35%	
EBIT	0,396		0,397		0,477		0,529	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	2,32%		2,30%		2,71%		2,96%	
Ergebnis je Aktie in €	0,206		0,237		0,298		0,334	
Dividende je Aktie in €	0,06		0,06		0,06		0,06	
Aktienzahl in Mio. Stück	3,10		3,10		3,10		3,10	

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



Quelle: BHB, GBC

Geschäftsentwicklung 2017

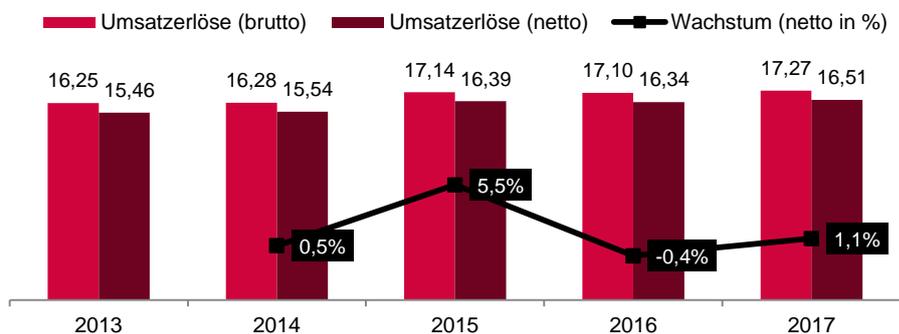
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	Δ zum VJ	GJ 2017
Umsatzerlöse (brutto)	17,10	1,0%	17,27
Umsatzerlöse (netto)*	16,34	1,1%	16,51
EBITDA (Marge)	1,85 (10,8 %)	8,0%	2,00 (11,6%)
EBIT (Marge)	0,40 (2,3 %)	0,3%	0,40 (2,3 %)
Jahresüberschuss	0,21	15,2%	0,24
EPS in €	0,07	15,2%	0,08

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

Umsatzentwicklung

Im Geschäftsjahr 2017 konnte die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG eine Brutto-Umsatzsteigerung um 1,0% auf 17,27 Mio. € erzielen (VJ: 17,10 Mio. €). Diese Entwicklung ist vor allem auf eine Steigerung der Getränkeumsatzerlöse um 0,93% von 15,15 Mio. € auf 15,29 Mio. € zurückzuführen, die von dem Bundesland Bayern als Hauptabsatzgebiet und wachstumstärkste Region Deutschlands profitieren konnten. Darüber hinaus konnten auch die Pachterlöse um 5,8% auf 1,28 Mio. € (VJ: 1,21 Mio. €) gesteigert werden und lieferten einen wertvollen Beitrag zum Gesamtumsatz. Insgesamt konnte die Gesellschaft einen Anstieg der Netto-Umsatzerlöse um 1,1% von 16,34 Mio. € auf 16,51 Mio. € verbuchen.

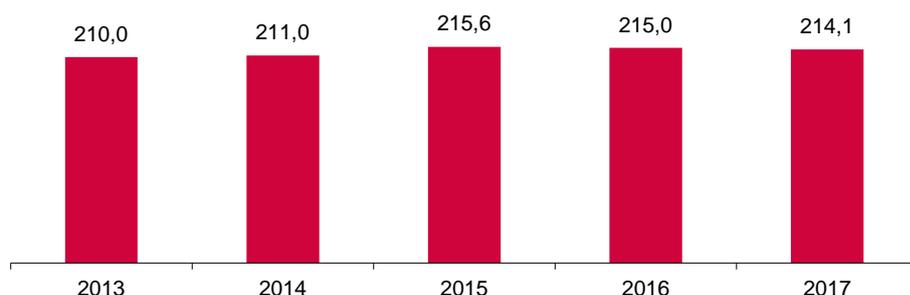
Entwicklung des Umsatzes (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Der Gesamt-Getränke-Absatz verzeichnet im Geschäftsjahr 2017 einen leichten Rückgang um 0,4 % von 215,0 thl auf 214,1 thl. Hintergrund dieser Entwicklung war insbesondere die regenreiche Sommersaison 2017, die weniger Gäste in Biergärten und Gastronomie zog. Während der reine Bierabsatz um 0,9% sank, gingen die Handelswaren um 1,2% zurück.

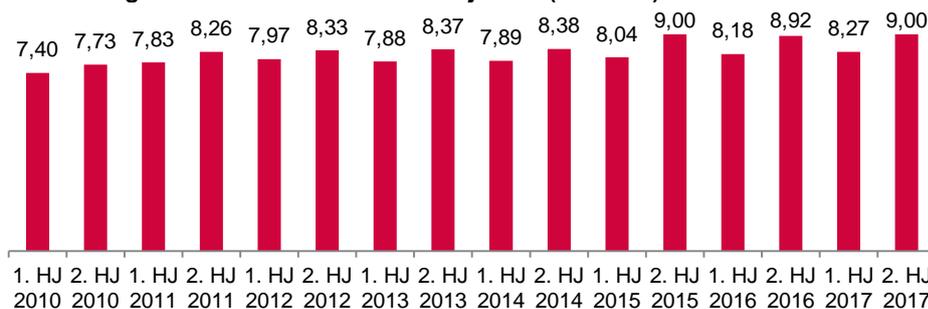
Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in thl)



Quelle: BHB, GBC

Der Gesamtexportabsatz sank im Geschäftsjahr 2017 um 3,9%. Dennoch wird in Zukunft durch eine stärkere Marktdurchdringung in den Märkten in Italien und Polen eine höhere Absatzmenge erwartet. Insgesamt konnte die positive Umsatzentwicklung über beide Halbjahre erreicht werden. Nach dem bereits erfolgreichen ersten Halbjahr 2017 (siehe hierzu auch den GBC Research Report vom 09.08.2017) wurde auch ein zweites erfolgreiches Halbjahr 2017 mit rund 1% Wachstum auf 9,00 Mio. € Umsatz erreicht (VJ: 8,92 Mio. €).

Entwicklung der Umsatzerlöse nach Halbjahren (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

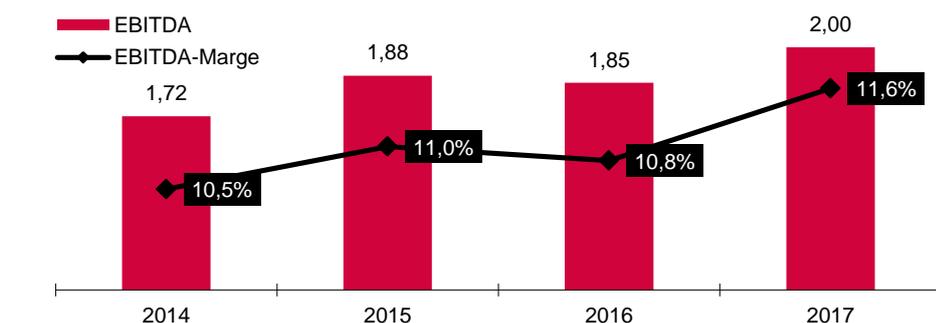
Hintergrund dieser guten Entwicklung ist zum einen die hohe Qualität der Produkte und zum anderen die Verdichtung des Vertriebsnetzes. Die hohe Qualität ist entscheidend, da der Konsument bei dem breiten Angebot an Bieren und Getränken vermehrt auf Qualität setzt und so wurde die BHB auch mehrfach mit wichtigen Branchenpreisen ausgezeichnet. Auch über die Verdichtung der Vertriebsnetze können weitere Wachstumsimpulse geliefert werden. So werden bei dem Verdichtungsprozess gezielt neue Kunden in dem existierenden Lieferumfeld adressiert, um mehr Kunden im direkten Einzugsgebiet zu erreichen.

So konnte der Gesamt-Getränke-Absatz auf einem hohen Niveau gehalten werden und darüber hinaus noch leicht Umsatzsteigerungen verbucht werden. Mit den zahlreichen Branchenpreisen beweist die BHB die hohe Produktqualität, mit denen das Unternehmen zukünftig wieder Marktanteile für sich gewinnen sollte.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig verbesserte sich das Unternehmen abermals und so konnte das EBITDA um 7,9% auf 2,00 Mio. € gesteigert werden (VJ: 1,85 Mio. €). Mit der überproportionalen Ergebnisverbesserung kam es auch zu einer deutlichen EBITDA-Margenverbesserung von 10,8% (2016) auf 11,6% (2017).

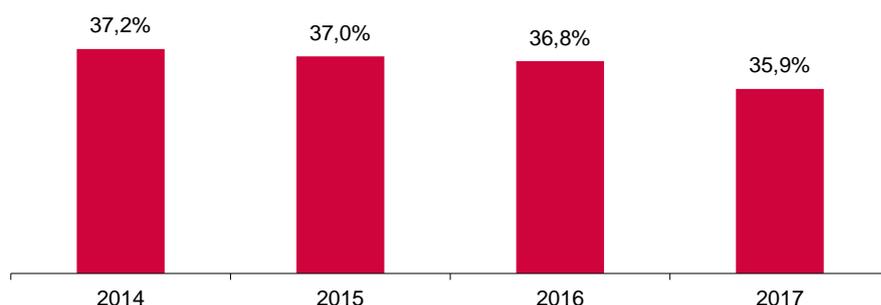
Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC

Hintergrund dieser sehr positiven Entwicklung ist zum einen die hohe Kostendisziplin sowie zum anderen die Vertriebsstrategie, welche Skalierungseffekte ermöglicht. Trotz des schwierigen Marktumfelds mit hohem Verdrängungswettbewerb, Preiskampf und Wettbewerbsdruck, konnte die BHB Umsatzsteigerungen verzeichnen. Die maßgebliche Strategie ist hier die Verdichtung des Vertriebsnetzes. So können zusätzlich Kunden auf einer Logistikstrecke beliefert werden, was die Kosten pro Auslieferung reduziert. Zudem ist es vorteilhaft, möglichst viele Kunden im näheren Umkreis zu der Brauerei zu haben, da weite Transportwege die Kosten erhöhen und so die Margen belasten.

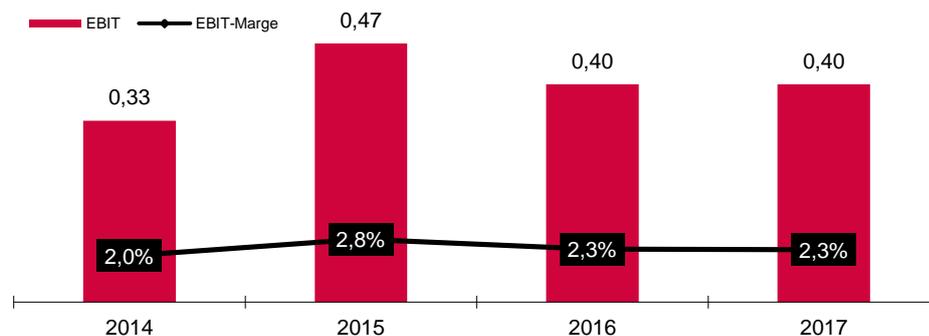
Entwicklung der Materialaufwandsquote (Materialaufwand/Umsatz)



Quelle: BHB, GBC

Gleichsam beweist das Unternehmen eine sehr hohe Kostendisziplin, welche abermals zu einer Reduktion der Materialaufwandsquote auf 35,9% führte (VJ: 36,8%). So konnten die Waren günstiger bezogen werden und auch die Energieversorgung führte zu einer leichten Kostenentlastung. Konträr hierzu stieg der Personalaufwand abermals an, bedingt durch tariflich vereinbarte Lohnkostensteigerungen um 2,4% in den Bereichen Brauerei und Erfrischungsgetränkeindustrie.

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



Quelle: BHB, GBC

Insgesamt verblieb das EBIT konstant auf 0,40 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €) mit einer entsprechenden EBIT-Marge von 2,3%. Das Ergebnissniveau ist weiterhin als gut einzuschätzen und mit einem weiteren Umsatzwachstum könnten zukünftig auch überproportionale Ergebnisverbesserungen erzielt werden.

Bilanzielle und finanzielle Situation

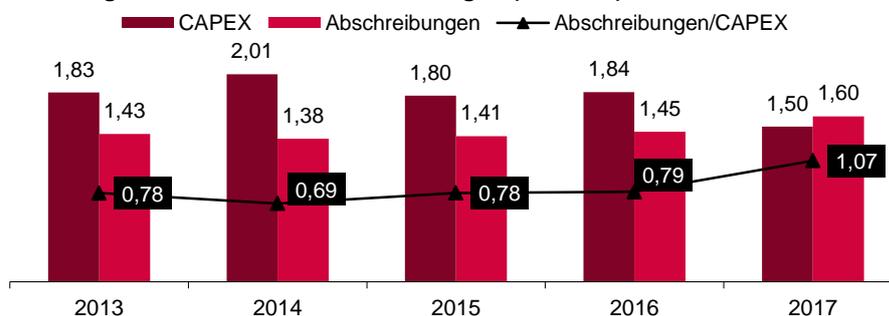
in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Eigenkapital	10,74	10,76	10,81
EK-Quote (in %)	78,2%	76,8%	77,7%
Finanzverbindlichkeiten	0,36	0,33	0,51
Liquide Mittel	1,03	0,83	0,81
Nettoverschuldung	-3,52	-3,39	-2,84
Operatives Anlagevermögen	6,27	6,62	6,53
Net Working Capital	0,95	0,75	1,44

Quelle: BHB, GBC

Das Eigenkapital ist weiterhin auf einem sehr hohen Niveau und konnte auf 77,7% (VJ: 76,8%) gesteigert werden. Positiv hat sich hier die Erhöhung des Jahresabschlusses auf 0,24 Mio. € (VJ: 0,21 Mio. €) ausgewirkt.

Im Rahmen des anlagenintensiven Geschäfts müssen umfangreiche Investitionen getätigt werden und Modernisierungen erfolgen. Das vorangegangene Jahr 2016 war geprägt durch die Investitionen in eine neue Roboteranlage in der Fassabfüllung sowie in die Erneuerung des Drucktankkellers der Brauerei. Im Geschäftsjahr 2017 konnten die Investitionen in das Anlagevermögen wieder reduziert werden und beliefen sich auf 2,11 Mio. € (VJ: 2,82 Mio. €). Im Rahmen dessen reduzierte sich das CAPEX auf 1,50 Mio. € (VJ: 1,84 Mio. €). Durch diesen konservierten Investitionsansatz fielen die Investitionen erstmals unter die Abschreibungen und die Abschreibungen/CAPEX-Quote stieg auf 1,07 Mio. € (VJ 0,79 Mio. €).

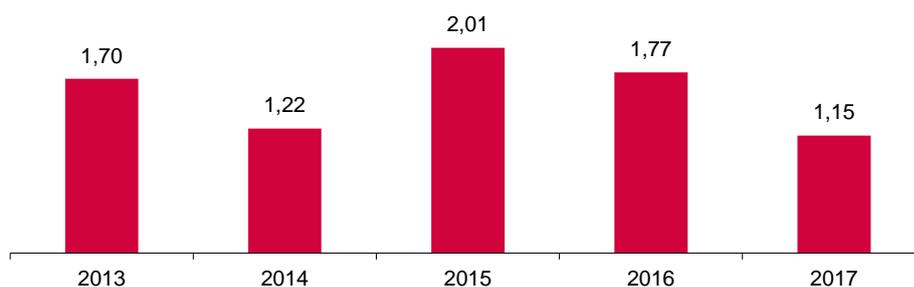
Entwicklung von CAPEX und Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Die BHB verfügt traditionell über einen starken operativen Cashflow, der deutlich über dem EBIT liegt und für eine hohe Ergebnisqualität spricht. Im Geschäftsjahr 2017 reduzierte sich der operative Cashflow auf 1,15 Mio. € (VJ: 1,77 Mio. €). Hintergrund des Rückgangs war eine deutliche Zunahme der Forderungen aus Lieferung und Leistung. Unseres Erachtens sollten die Forderungen werthaltig sein und daher keine negativen Auswirkungen haben.

Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Anorganisches Wachstum durch aktive Rolle im Konsolidierungsprozess der Brauereibranche ermöglicht steigende Absätze entgegen dem Markttrend • Solide Eigenkapitalquote von 77,7% und keine Nettoverschuldung • Dynamisches Exportgeschäft unterstützt Wachstumsprozess • Starke Positionierung auf den Kernmärkten ermöglicht Preiserhöhungen durchzusetzen • Konstant hohe Working Capital-Effizienz über die vergangenen Jahre hinweg 	<ul style="list-style-type: none"> • Branchentypisch sind die Ergebnis-Margen sehr gering, was die Dividendenzahlung im Falle unerwartet erhöhter Kosten in einem Geschäftsjahr gefährden könnte • Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen an Kunden auf Grund des harten Wettbewerbs nur bedingt möglich • Der Getränkeabsatz ist zum Teil wetterabhängig und die Umsätze daher gewissen Schwankungen unterworfen
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Das Exportgeschäft, das derzeit nach Italien und Polen betrieben wird, könnte auch in weitere Regionen ausgeweitet werden, was das Umsatzwachstum beschleunigen könnte • BHB AG nimmt eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt ein und könnte damit weiteres anorganisches Wachstum erzeugen • Der hohe Qualitätsansatz bei den Bieren ermöglicht es der BHB AG, sich dem harten Preiskampf am Markt teilweise zu entziehen • Großveranstaltungen, wie die Fußball-WM in 2018, könnten den Bierabsatz zusätzlich beleben • Schwerpunktmäßige Positionierung auf dem bayerischen Markt ermöglicht Partizipation am regionalen Wachstum und stabile operative Cashflows 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Absatz von Bier ist in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Ein Anhalten oder eine Verstärkung dieses Trends könnte auch zu einem Nachfragerückgang nach den Produkten der BHB AG führen • Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzrückgängen führen • Die Profitabilität der BHB AG ist maßgeblich von der Preisentwicklung von Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz oder Energie abhängig. Eine Preiszunahme könnte sich entsprechend ergebnismindernd auswirken • Auf Grund des scharfen Wettbewerbs am Markt könnte der Druck auf die Verkaufspreise anhalten und so die Ergebnismargen unter Druck bringen

Prognose und Modellannahmen

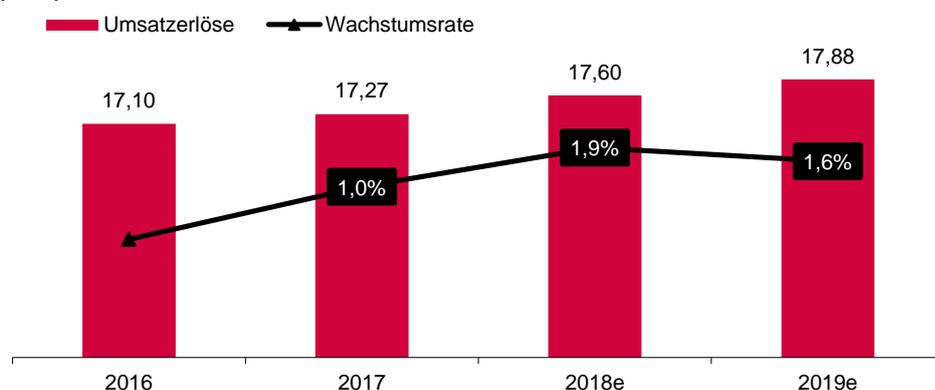
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	17,27	17,60	17,88
EBITDA	2,00	2,03	2,03
EBITDA-Marge	11,6%	11,5%	11,3%
EBIT	0,40	0,48	0,53
EBIT-Marge	2,3%	2,7%	3,0%
Jahresüberschuss	0,24	0,30	0,33
EPS in €	0,08	0,10	0,11

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Für das Jahr 2018 stellt die BHB Brauholding einen Gesamt-Getränkeabsatz in Höhe von 216 thl (VJ: 214 thl) in Aussicht und plant Brutto-Umsatzerlöse von 17,60 Mio. € bzw. 16,80 Mio. € Netto-Umsatz.

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



Quelle: GBC

Unseres Erachtens sind die Planungen der BHB durchaus realisierbar und wir rechnen ebenfalls für 2018 mit einem Umsatzwachstum um 1,9% auf 17,60 Mio. € (VJ: 17,27 Mio. €). Im Folgejahr 2019 erwarten wir ein Umsatzwachstum von 1,6% auf 17,88 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass insbesondere das Jahr 2018 positive Wachstumsimpulse durch die Fußball-Weltmeisterschaft erhalten wird und entsprechend erwarten wir eine leicht höhere Wachstumsrate im Jahr 2018 gegenüber dem Jahr 2019. Dennoch rechnet das Unternehmen mit einem hohen Konkurrenzangebot während der WM-Zeit, da voraussichtlich viele Brauereien WM-Sonderangebote schalten werden.

Die Umsatzausweitung sollte weiterhin über zwei Faktoren erfolgen: Zum einen ist geplant das Vertriebsgebiet zu erweitern und zum anderen sollen die bestehenden Gebiete weiter verdichtet werden. Die weitere Expansion geschieht bereits mit der zunehmenden Erschließung der Absatzmärkte Polen und Italien. Aber auch die deutschlandweite Expansion wird sukzessive vorangetrieben. Die größte Herausforderung für die Brauerei stellen hier die Logistikkosten dar, welche mit zunehmender Distanz, ansteigen. Eine weitere Möglichkeit zur Absatzsteigerung stellt die Verdichtung des Vertriebsnetzes dar. Diese Verdichtung bedeutet die Adressierung zusätzlicher Abnehmer im Lieferumfeld der BHB. Diese Methode bietet eine Vielzahl an Vorteilen, da einerseits die Logistikkosten durch die Verdichtung nur unwesentlich steigen und andererseits der Absatz und auch der Gewinn zulegen. Somit können bei degressiven Kostenentwicklungen weitere Umsatzpotenziale und Margeerhöhungen erzielt werden.

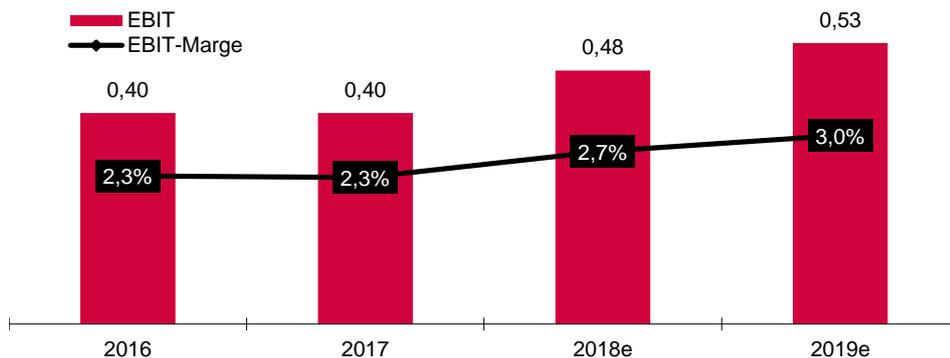
Gleichzeitig kann die BHB weiterhin eine hohe Produktqualität vorweisen und erhielt in 2017 zahlreiche Branchenpreise. Wir gehen davon aus, dass auch in Zukunft hier weitere Auszeichnungen für die hohe Qualität erzielt werden. In Kombination mit der Verbundenheit mit der Region Ingolstadt und auch Bayern spricht die BHB die aktuellen Interessen von Konsumenten an, welche zunehmend Wert auf Braukunst, Qualität und Regionalität legen.

Ergebnisprognosen

Das Unternehmen prognostiziert für das Jahr 2018 eine EBIT-Marge von 2,6% bis 3,0%. Wir liegen mit 0,48 Mio. € EBIT und der EBIT-Marge von 2,7% für 2018 im Rahmen der Guidance. Weiterhin rechnen wir mit 0,53 Mio. € EBIT bzw. 3,0% EBIT-Marge für das Jahr 2019.

Wir gehen davon aus, dass mit dem steigenden Umsatz auch eine Margenausweitung möglich ist. Hintergrund hierfür sind mehrere Faktoren, zunächst können mit der Verdichtung des Vertriebsnetzes Logistik-Skalierungseffekte gehoben werden. Weiterhin hat sich das Unternehmen der Optimierung der Kostenstruktur verschrieben und wir erwarten, dass hier weitere Verbesserungen erzielt werden können. Darüber hinaus sind die Kosten der Gesellschaft sehr fixkostenlastig und unseres Erachtens sollte sich die Marge durch Umsatzsteigerungen weiter verbessern.

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



Quelle: GBC

Entsprechend gehen wir von einer sukzessiven Margenverbesserung aus und orientieren uns auch an dem kommunizierten Ziel der mittel- bis langfristigen Erreichung einer 3,0%igen EBIT-Marge.

Neben der guten Geschäftsentwicklung ist die Aktie unseres Erachtens weiterhin deutlich unterbewertet. Gegenwärtig weist das Unternehmen eine Marktkapitalisierung von 8,93 Mio. € auf und wird somit deutlich unter dem Buchwert von 10,81 Mio. € gehandelt. Darüber hinaus haben wir auf Basis unseres DCF-Modells einen fairen Wert in Höhe von 3,80 € je Aktie ermittelt und vergeben wiederholt das Rating KAUFEN.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2018 bis 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2025 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,2% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als **Kursziel 3,80 €**.

DCF-MODELL

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

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

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final End- wert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	17,60	17,88	18,16	18,44	18,72	19,01	19,30	19,60	
US Veränderung	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,63	2,65	2,66	2,67	2,69	2,72	2,75	2,78	
EBITDA	2,03	2,03	2,08	2,11	2,14	2,18	2,21	2,24	
EBITDA-Marge	11,5%	11,3%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	0,48	0,53	0,66	0,68	0,69	0,72	0,74	0,77	
EBITA-Marge	2,7%	3,0%	3,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,8%	3,9%	3,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,16	-0,17	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	-0,23	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,32	0,35	0,46	0,47	0,49	0,50	0,52	0,54	
Kapitalrendite	4,0%	4,5%	5,9%	6,0%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,7%
Working Capital (WC)	1,10	1,07	1,00	1,01	1,03	1,05	1,06	1,08	
WC zu Umsatz	6,3%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC	0,34	0,03	0,07	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,69	6,75	6,83	6,90	6,95	6,99	7,02	7,05	
AFA auf OAV	-1,55	-1,50	-1,42	-1,44	-1,45	-1,46	-1,47	-1,47	
AFA zu OAV	23,2%	22,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
Investitionen in OAV	-1,71	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	7,79	7,82	7,83	7,91	7,98	8,04	8,08	8,13	
EBITDA	2,03	2,03	2,08	2,11	2,14	2,18	2,21	2,24	
Steuern auf EBITA	-0,16	-0,17	-0,20	-0,20	-0,21	-0,22	-0,22	-0,23	
Investitionen gesamt	-1,37	-1,53	-1,43	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in OAV	-1,71	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	0,34	0,03	0,07	-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	0,49	0,33	0,45	0,39	0,42	0,45	0,47	0,50	9,11

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	8,35	8,54
Barwert expliziter FCFs	2,35	2,17
Barwert des Continuing Value	6,00	6,37
Nettoschulden (Net debt)	-3,12	-3,23
Wert des Eigenkapitals	11,47	11,77
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,47	11,77
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,70	3,80

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%
6,2%	3,95	3,76	3,60	3,46	3,33
6,5%	4,06	3,87	3,70	3,55	3,42
6,7%	4,18	3,97	3,80	3,64	3,50
7,0%	4,30	4,08	3,89	3,73	3,59
7,2%	4,41	4,19	3,99	3,82	3,67

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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