



## **Researchstudie (Anno)**

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



## **Umsatz- und Margensteigerung in Aussicht**

**Wiederholte Auszeichnung der Qualität der Biere –  
u.a. mit DLG-Gold und dem World Beer Award**

**Kursziel: 3,90 € (bisher: 3,85 €)**

**Rating: Kaufen**

#### **WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18**

**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“**

**Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 05.05.2022 (12:10 Uhr)**

**Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 05.05.2022 (14:00 Uhr)**

**Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2022**

## BHB Brauholding Bayern-Mitte AG\*5a,11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 3,90 €**  
**(bisher: 3,85 €)**

Aktueller Kurs: 2,72  
05.05.2022 / MCH 08:00

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6  
WKN: A1CRQD  
Börsenkürzel: B9B  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,10  
Marketcap<sup>3</sup>: 8,42  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 11,36  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,2 %

Transparenzlevel:  
m:access

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

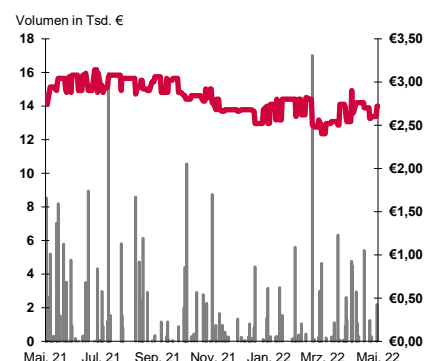
Felix Haugg  
haugg@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum  
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke  
Mitarbeiter: 72,8 (Stand 31.12.2021)  
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 50 %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	31.12.2020	31.12.2021	30.12.2022e	30.12.2023e
Umsatz	13,12	12,91	15,10	18,12
EBITDA	0,90	2,11	1,91	2,22
EBIT	-0,68	0,60	0,51	0,72
Jahresüberschuss	-0,57	0,36	0,29	0,40

Kennzahlen in EUR	31.12.2020	31.12.2021	30.12.2022e	30.12.2023e
Gewinn je Aktie	-0,18	0,12	0,09	0,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,04	0,06

Kennzahlen	31.12.2020	31.12.2021	30.12.2022e	30.12.2023e
EV/Umsatz	0,87	0,88	0,75	0,63
EV/EBITDA	12,63	5,39	5,95	5,12
EV/EBIT	neg.	18,94	22,28	15,78
KGV	neg.	23,42	29,08	21,08
KBV		0,79		

### Finanztermine

29.06.2022: Hauptversammlung  
09.08.2022: Halbjahresbericht 2022

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
17.08.2021: RS / 3,85 / KAUFEN  
05.05.2021: RS / 3,55 / KAUFEN  
06.08.2019: RS / 3,80 / KAUFEN  
13.05.2019: RS / 3,80 / KAUFEN  
09.08.2018: RS / 3,80 / KAUFEN  
03.07.2018: RS / 3,80 / 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

- Die negativen Auswirkungen der anhaltenden Corona-Pandemie hatten auch im Geschäftsjahr 2021 einen erheblichen Einfluss auf die BHB Brauholding. Insbesondere die monatelangen Schließungen der Gastronomie sowie die Absage fast aller Feste und Open-Air-Veranstaltungen haben sich deutlich auf den Absatz der Gesellschaft ausgewirkt. Folglich hat die BHB zum zweiten Mal in Folge, bedingt durch die Corona-Pandemie, einen Rückgang beim Gesamt-Getränkeabsatz hinnehmen müssen. Insgesamt reduzierte sich dieser im Jahr 2021 um 3,5% auf 167,1 tHl (2020: 173,2 tHl). Der Rückgang des Getränkeabsatzes schlägt sich auch in den Brutto-Umsatzerlösen der Gesellschaft nieder. Hier musste jedoch nur ein unterproportionaler Rückgang von 1,6% auf 12,91 Mio. € (2020: 13,12 Mio. €) verbucht werden. Die Gründe für den weiteren Umsatzrückgang sind analog zu den Gründen aus dem Vorjahr, wobei es im zweiten Corona-Jahr teilweise zu noch umfassenderen Einschränkungen kam.
- Ergebnisseitig konnte die BHB Brauholding im Jahr 2021 eine deutliche Erholung im Vergleich zum Vorjahr verbuchen. Durch die Gewährung von staatlichen Billigungsleistungen des Bundes in Form der Überbrückungshilfe III sind der BHB einmalig 1,16 Mio. € zugeflossen. Die Überbrückungshilfe III wurde als sonstiger betrieblicher Erträge verbucht. Diese staatlichen Unterstützungsleistungen wurden Unternehmen gewährt, die von der Schließungsverordnung auf Grundlage eines Bund-Länder-Beschlusses im Zeitraum von November 2020 bis Mai 2021 betroffen waren. Folglich entwickelte sich das EBITDA gegenläufig zum Umsatz und erhöhte sich deutlich auf 2,11 Mio. € (2020: 0,90 Mio. €). Dementsprechend erhöhte sich auch die EBITDA-Marge signifikant auf 16,3% (2020: 6,9%). Bereinigt um die Unterstützungsleistungen hat die BHB Brauholding ein EBITDA in Höhe von 0,95 Mio. € (EBITDA-Marge: 7,3%) erreicht.
- Das Eigenkapital konnte trotz des herausfordernden Umfeldes im Jahr 2021 leicht gesteigert werden und befindet sich unverändert auf einem sehr hohen Niveau. Zum Bilanzstichtag am 31.12.2021 belief sich das Eigenkapital auf 10,70 Mio. € (VJ: 10,34 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 76,8 % (31.12.2020: 75,6 %) entspricht. Die stabile Eigenkapitalquote konnte einerseits durch das weiterhin umsichtige Handeln in der Corona-Pandemie und durch den Erhalt der Überbrückungshilfe III sowie durch den wiederholten Verzicht einer Dividendenzahlung im Jahr 2021 erreicht werden.
- Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2022, unter Berücksichtigung der eventuell weiter anhaltenden Corona-Pandemie, einen Gesamt-Getränkeabsatz von rund 185 tHl, mit einer Prognosebandbreite von +10%/-10% und Brutto-Umsatzerlöse von mehr als 15,10 Mio. €, mit einer Bandbreite von +10%/-10%. In dieser Prognose wurde die bereits im ersten Quartal 2022 flächendeckende Preiserhöhung, die über alle Vertriebskanäle hinweg durchgesetzt wurde, berücksichtigt. Dadurch hat die BHB auf die bereits teils massiv angestiegenen Kosten reagiert. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei um ein realistisches Szenario. Besonders vor dem Hintergrund der anhaltenden Corona-Pandemie sowie die unschätzbaren Folgen des Ukraine-Krieges, die bereits zu teils massiven Verwerfungen an den Rohstoff- und Energiemärkten gesorgt haben. Wir erwarten demzufolge Brutto-Umsatzerlöse von 15,10 Mio. € im Jahr 2022, gefolgt von 18,12 Mio. € für das Jahr 2023.
- Nach Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 wurde zur Wahrung der Liquidität die Dividendenzahlung sowohl im Jahr 2020 als auch im Jahr 2021 ausgesetzt, um eine ausreichende Liquidität in dieser schwierigen und unkalkulierbaren Zeit

vorzuhalten. Nach der Rückkehr zu den nachhaltigen Ergebnis-Margen der vor Corona-Zeit, erwarten wir, dass die BHB Brauholding die gewohnte Dividendenpolitik wieder aufnehmen wird und die Aktionäre an der erfolgreichen Geschäftsentwicklung wieder partizipieren werden.

- **Die BHB Brauholding ist durch die solide Finanzierungsstruktur, die hohe Produktqualität sowie die strategische Ausrichtung des Vertriebs und dem weiterhin intakten Kundenstamm aus unserer Sicht gut aufgestellt, um auch in Zukunft sich an dem herausfordernden Biermarkt zu behaupten. Bedingt durch die höheren Umsatz- und Ergebnisschätzungen im Geschäftsjahr 2023, welches die Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells darstellt, erhöhen wir unser Kursziel leicht auf 3,90 € (bisher: 3,85 €). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.**

## INHALTSVERZEICHNIS

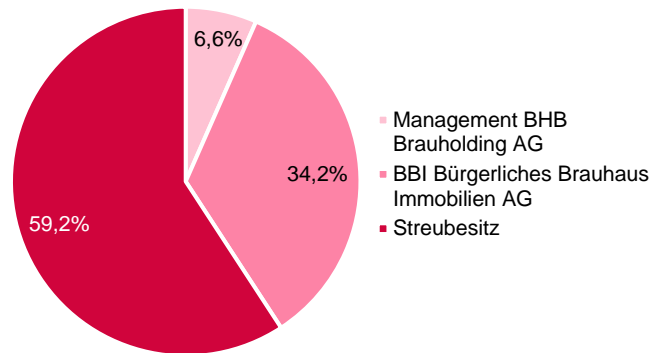
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Konsolidierungskreis .....	5
Markenportfolio .....	5
Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2021 .....	9
Umsatzentwicklung .....	9
Ergebnisentwicklung .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	13
Prognose und Modellannahmen .....	14
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	15
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>17</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>18</b>

## UNTERNEHMEN

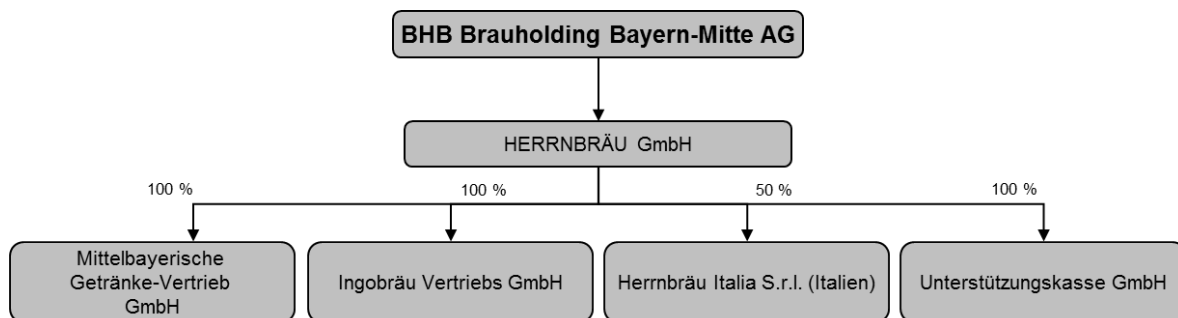
### Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	6,6%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien	34,2%
Streubesitz	59,2%

Quelle: BHB, GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC AG

### Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC AG

## Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition

Das Unternehmen mit Sitz in Ingolstadt produziert Premiumbiere und erhält dafür jedes Jahr zahlreiche Auszeichnungen. In Ingolstadt wurde bereits im Jahre 1516 das weltberühmte „Bayerische Reinheitsgebot“ von Herzog Wilhelm IV. verkündet. Herrnbräu, eine der wichtigsten Marken der BHB Brauholding, reicht mit der verzweigten Geschichte bis auf das Jahr 1527 zurück und zählt zu den traditionsreichsten bayerischen Brauereien.



Bereits 1873 gründeten die Danielbräu und die Herrnbräu Brauerei gemeinsam eine "Actienbrauerei", eine der ersten Aktiengesellschaften Deutschlands überhaupt. 1882 wurde in Ingolstadt eine zweite Aktienbrauerei, das Bürgerliche Brauhaus Ingolstadt gegründet. 1899 fusionierte die Actienbrauerei Ingolstadt mit dem Bürgerlichen Brauhaus Ingolstadt. Seit Juni 1997 ist das mehrere tausend Jahre alte Quellwasser aus tiefem Juragestein als Mineralwasser anerkannt und bildet die Grundlage der Bernadett Brunnen Erfrischungsgetränke. Heutzutage bietet die BHB eine Vielzahl von unterschiedlichen Brauspezialitäten an. Mit Bernadett Brunnen bietet Herrnbräu auch ein breites Sortiment alkoholfreier Getränke an. Das aktuelle Markenportfolio umfasst 11 Weißbier-, 30 untergärige Bierspezialitäten und 4 Biermischgetränke sowie 16 alkoholfreie Getränke (verschiedene Mineralwasser und Erfrischungsgetränke).

Als spezialisierte Brauerei setzt die BHB auf die beste Qualität in den Produkten. Als oberster Maßstab zählt hierbei die Zufriedenheit der Konsumenten. Für die Bier-Spezialitäten verwendet das Unternehmen ausschließlich hochwertige und reine Rohstoffe sowie einen eigenen Hefetyp. Das Brauwasser ist Tiefen-Jura-Wasser. Die altbayerische Brauweise mit der offenen Bottichgärung und die original vierwöchige Flaschengärung geben den Weißbierspezialitäten einen einzigartigen Charakter.



Quelle: Herrnbräu

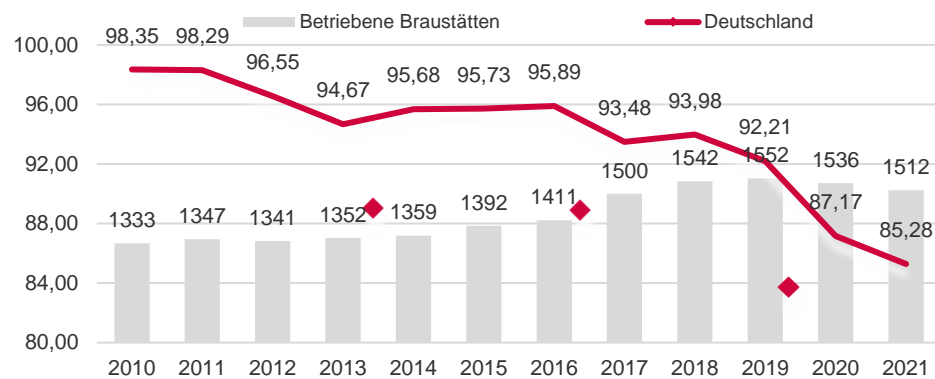


Weiterhin ist Nachhaltigkeit ein wichtiger Teil der Unternehmensstrategie. Die Umweltverantwortung hat für die BHB als Hersteller von Lebensmitteln einen besonders hohen Stellenwert. Darüber hinaus wird aktiver Umweltschutz betrieben mit einem ökologischen Umweltbewusstsein. Die Traditionsbrauerei versucht Ökologie und Ökonomie stets in einem ausgewogenen Zusammenhang zu halten und es wird ständig an einer Verbesserung der Ökobilanz gearbeitet.

## MARKT UND MARKTUMFELD

Der deutsche Biermarkt musste im Jahr 2021, bedingt durch die anhaltende Corona-Pandemie, einen weiteren Rückgang hinnehmen. Somit setzt sich die langjährige Entwicklung in Deutschland weiter fort. Die Gründe für den Rückgang sind auf unterschiedliche Ursachen zurückzuführen. U.a. hat der demografischen Wandel in Deutschland zu einer veränderten Trinkgewohnheit geführt. Zudem belastet der Wettbewerbsdruck den Markt und führt zu einem Absatzmengenrückgang. So hat sich der Bierabsatz in Deutschland um -2,2% auf 85,28 Mio. hl (VJ: 87,17 Mio. hl) reduziert. Der langjährige Trend der stetig zunehmenden Braustätten in Deutschland konnte sich auch im zweiten Jahr der Corona-Pandemie nicht entziehen. Hier wurde zum zweiten Mal in Folge ein Rückgang verzeichnet, im Jahr 2021 wurden somit nur noch 1.512 (2020: 1.536) Braustätten in Deutschland betrieben.

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



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Corona-Krise hat das Brauereigewerbe besonders stark getroffen. Durch die Schließung bzw. Reduzierung der Gastronomie und der Volksfeste war der Absatzmarkt von Bier sowie anderen Getränken stark eingeschränkt. Betroffen sind insbesondere die zahlreichen mittelständischen Brauereien, welche auf lokale Absatzmärkte setzen. Zwar konnte sich die gesamte Branche im Jahr 2021 besser auf die neuen Gegebenheiten einstellen, nichtsdestotrotz litt die Brauereibranche auch im zweiten Jahr deutlich unter der Corona-Pandemie in Deutschland. Dabei wurden die Brauereien weiterhin durch die teilweisen Schließungen von Gastronomiebetrieben im Jahr 2021 doppelt belastet. So zählen Gastronomien einerseits zu den wichtigen Kunden und andererseits führen viele Brauereien eigene Wirtschaften.

Die Corona-Krise und deren Folgen sollte durch die fortschreitende Immunisierung der Bevölkerung sowie den damit verbundenen Lockerungen der gesetzlichen Corona-Maßnahmen eine geringere wirtschaftliche Auswirkung auf das Jahr 2022 haben. Jedoch ist noch nicht absehbar, welche Folgen der Krieg in der Ukraine sowie die gestiegenen Rohstoffkosten und die damit verbundene Inflationsentwicklung auf die wirtschaftliche Erholung in Deutschland hat.

Wir gehen davon aus, dass die BHB Brauholding weiterhin gut positioniert ist und mit dem Kapitalmarktzugang und der soliden Bilanz die zukünftigen Herausforderungen meistern wird.



## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
<b>Umsatzerlöse (brutto)</b>	<b>13,12</b>	<b>12,91</b>	<b>15,10</b>	<b>18,12</b>
Biersteuer	-0,65	-0,57	-0,70	-0,85
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>12,46</b>	<b>12,33</b>	<b>14,40</b>	<b>17,27</b>
Bestandsveränderung	-0,08	0,11	0,08	-0,02
Aktiviere Eigenleistungen	0,05	0,01	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,11	1,22	0,06	0,05
Materialaufwand	-4,90	-4,76	-5,40	-6,38
<b>Rohergebnis</b>	<b>7,64</b>	<b>8,90</b>	<b>9,06</b>	<b>10,92</b>
Personalaufwand	-4,15	-4,19	-4,48	-5,36
Abschreibungen	-1,58	-1,51	-1,40	-1,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,58	-2,61	-2,67	-3,33
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>-0,68</b>	<b>0,60</b>	<b>0,51</b>	<b>0,72</b>
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,05	0,04	0,03	0,03
Ergebnis aus Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Zinserträge	0,00	0,00	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,03	-0,02	-0,03	-0,03
Zinsaufwendungen	-0,03	-0,02	-0,05	-0,07
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-0,69	0,58	0,44	0,64
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0,17	-0,17	-0,13	-0,19
sonstige Steuern	-0,05	-0,05	-0,02	-0,05
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,57</b>	<b>0,36</b>	<b>0,29</b>	<b>0,40</b>
EBITDA	0,90	2,11	1,91	2,22
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	6,9%	16,3%	12,6%	12,3%
EBIT	-0,68	0,60	0,51	0,72
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	-5,2%	4,6%	3,4%	4,0%
Ergebnis je Aktie in €	-0,18	0,12	0,09	0,13
Dividende je Aktie in €	0,00	0,00	0,04	0,06
Aktienzahl in Mio. Stück	3,10	3,10	3,10	3,10

Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2021

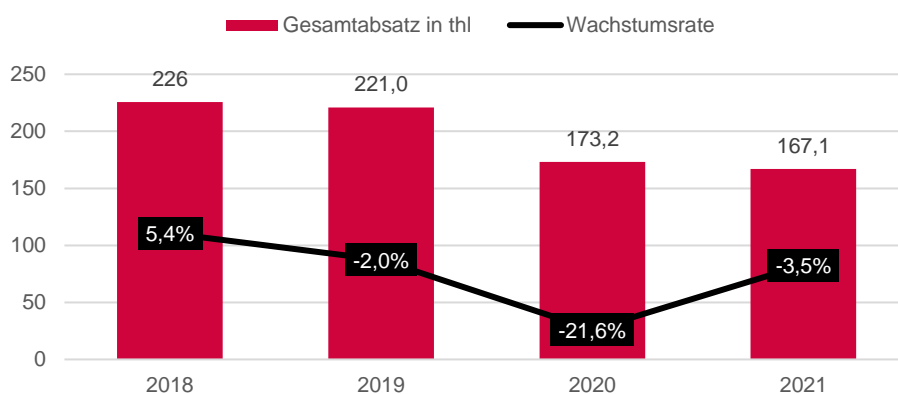
GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021
Umsatzerlöse	18,06	13,12	12,91
EBITDA	2,12	0,90	2,11
EBITDA-Marge	11,7%	6,9%	16,3%
EBIT	0,47	-0,68	0,60
EBIT-Marge	2,6%	-5,2%	4,6%
Jahresüberschuss	0,25	-0,57	0,36
EPS in €	0,08	-0,18	0,12

Quelle: BHB, GBC AG

### Umsatzentwicklung

Die negativen Auswirkungen der Corona-Pandemie hatten auch im Geschäftsjahr 2021 einen erheblichen Einfluss auf die BHB Brauholding. Insbesondere die monatelangen Schließungen der Gastronomie sowie die Absage fast aller Volksfeste und Open-Air-Veranstaltungen haben sich deutlich auf den Absatz ausgewirkt. Folglich hat die BHB zum zweiten Mal in Folge einen Rückgang beim Gesamt-Getränkeabsatz hinnehmen müssen. Insgesamt reduzierte sich dieser im Jahr 2021 um 3,5% auf 167,1 tHl (2020: 173,2 tHl). Der Rückgang des Getränkeabsatzes schlägt sich auch in den Brutto-Umsatzerlösen der Gesellschaft nieder. Hier musste jedoch nur ein unterproportionaler Rückgang von 1,6% auf 12,91 Mio. € (2020: 13,12 Mio. €) verbucht werden. Dabei waren die Auswirkungen der Corona-Pandemie in 2021 schwerwiegender als im Vorjahr. So musste bspw. die Gastronomie im Jahr 2021 deutlich länger geschlossen bleiben und konnte erst wieder ab dem 13. Mai Gäste empfangen. Zusätzlich konnte im gesamten Jahr nur ein eingeschränkter Service angeboten werden. Zudem hat sich die 3. Corona-Welle im November und Dezember mit den ausgefallenen Jahres- und Weihnachtsfeiern negativ auf den Getränkeabsatz ausgewirkt. Dementsprechend verzeichnete die BHB insbesondere im margensarken Fassbier-Markt zum wiederholten Mal einen Rückgang. Der margenschwächere Flaschenbierabsatz konnte die Umsatzverluste im Gastgewerbe naturgemäß nicht komplett kompensieren.

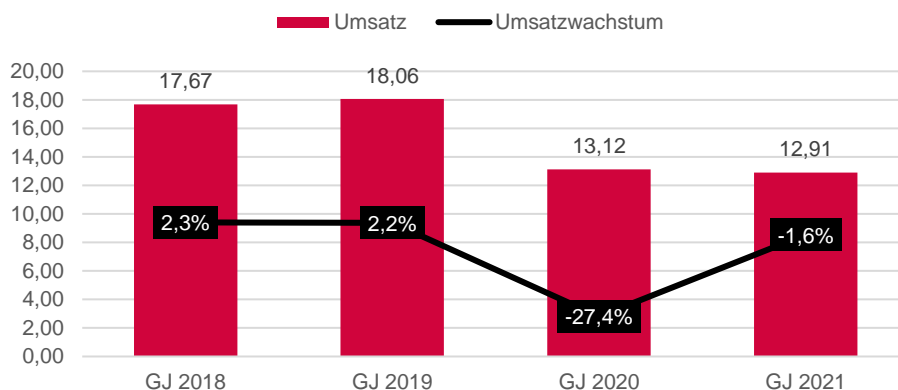
### Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in tHl)



Quelle: BHB, GBC AG

Zudem hat sich auch im Jahr 2021 der langjährige rückläufige Bierkonsum in Deutschland weiter fortgesetzt. Das heutige Konsumverhalten und der fortschreitende demografische Wandel führen zu einem insgesamt geringeren Bierkonsum. Jedoch konnte sich Bayern im vergangenen Jahr dem Trend entziehen und ein Wachstum von 2,1% erzielen, im Gegensatz zu einem Rückgang von 2,2% in der Bundesrepublik.

### Entwicklung des Umsatzes (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC AG

Die BHB Brauholding konnte sich im zweiten Jahr der Corona-Pandemie nicht der allgemeinen Marktentwicklung entziehen. Bedingt durch die Einschränkungen und Folgen der Pandemie ging der Gesamt-Getränke-Absatz im Jahr 2021 um 3,5% auf 167,1 thl (2020: 173,2 thl) zurück. Bezogen auf die Produkte ging der Absatz der Eigenprodukte (u.a. HERRNBRÄU Biere & Bernadett Brunnen) lediglich um 2,9% und die Handelswaren (u.a. Biere & alkoholfreie Getränke) um 11,8 % zurück.

Zum wiederholten Mal war der Bereich Gastronomie mit einem Umsatzrückgang in Höhe von 5,3 % stark betroffen. Dieser Rückgang lässt sich insbesondere auf die Monate Januar und Februar zurückführen. Zusätzlich blieben die Monate November und Dezember durch die gestiegenen Corona-Infektionen hinter den Erwartungen zurück. Zudem wurde im Bereich Handel national ein Rückgang von 6,6% verbucht, wobei hier insbesondere ein Rückgang bei Getränkefachgroßhändlern vorliegt, die überwiegend Gastronomiebetriebe zu ihren Kunden zählen.

Gegenläufig zum Inlandsgeschäft hat sich der Export im Jahr 2021 deutlich positiv entwickelt. Der Gesamtexportabsatz der BHB stieg in diesem Bereich deutlich im Vergleich zum Vorjahr um 32,4%. Dieser Bereich hatte im Jahr 2020 besonders stark unter den Einschränkungen der Corona-Pandemie und den damit verbundenen Lieferkettenunterbrechungen gelitten. Durch den wieder uneingeschränkten Export im Jahr 2021 konnte hier ein überproportionaler Anstieg beim Export (Hektoliterabsatz nach Italien, Polen und Rumänien und weitere Länder) verzeichnet werden.

Unabhängig von der Entwicklung der Corona-Pandemie und der Absatzzahlen bleibt die Qualität der Herrnbräu-Biere weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Im Rahmen nationaler und internationaler Qualitätsprüfungen im Jahr 2021 haben die Biere der BHB Brauholding zum wiederholten Mal zahlreiche Preise gewonnen. So wurden u.a. beim World Beer Award in London das „Hefeweißbier hell“ von HERRNBRÄU mit Gold prämiert sowie das „Pils“ von HERRNBRÄU und das „Altbairisch Hell“ jeweils mit Silber ausgezeichnet. Neben zahlreichen DLG-Auszeichnungen für die HERRNBRÄU-Biere wurde die HERRNBRÄU GmbH zum zweiten Mal mit dem „Preis für langjährige Produktqualität“ geehrt.

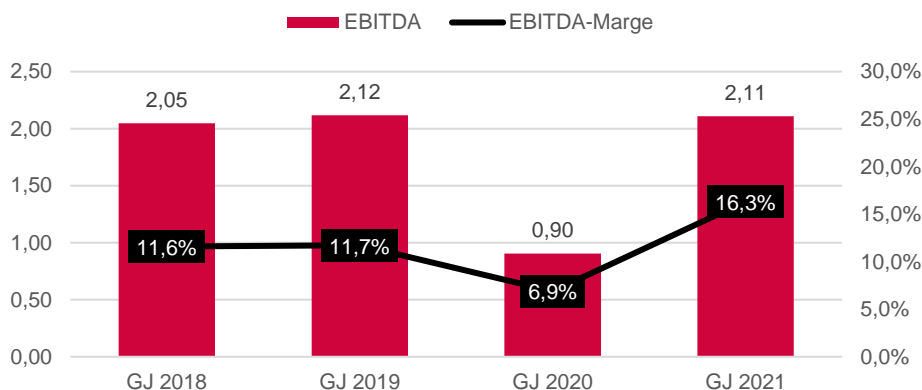


Quelle: Herrnbräu

### Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig konnte die BHB Brauholding im Jahr 2021 eine deutliche Erholung im Vergleich zum Vorjahr erreichen. Durch die Gewährung staatlicher Billigungsleistungen des Bundes in Form der Überbrückungshilfe III sind der BHB einmalig 1,16 Mio. € zugeflossen. Die Überbrückungshilfe III wurde als sonstiger betrieblicher Ertrag ausgewiesen. Diese staatlichen Unterstützungsleistungen wurden Unternehmen gewährt, die von der Schließungsverordnung auf Grundlage eines Bund-Länder-Beschlusses im Zeitraum von November 2020 bis Mai 2021 betroffen waren. Folglich entwickelte sich das EBITDA gegenläufig zum Umsatz und erhöhte sich deutlich auf 2,11 Mio. € (2020: 0,90 Mio. €). Dementsprechend erhöhte sich auch die EBITDA-Marge signifikant auf 16,3% (2020: 6,9%). Bereinigt um die Unterstützungsleistungen die BHB Brauholding wurde ein EBITDA in Höhe von 0,95 Mio. € (EBITDA-Marge: 7,3%) erreicht.

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



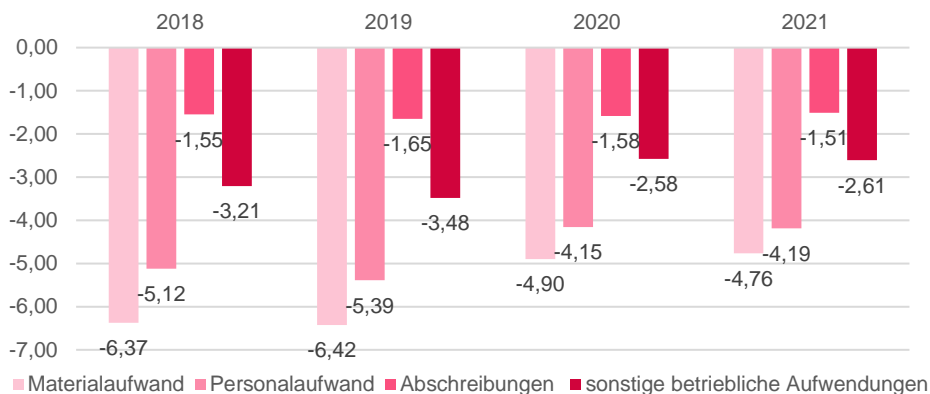
Quelle: BHB, GBC AG

Erwartungsgemäß haben sich die größtenteils variablen Materialaufwendungen, analog und in etwa gleicher Höhe zur geringeren Absatzmenge, um 2,9% auf 4,76 Mio. € (VJ: 4,90 Mio. €) gemindert. Der Personalaufwand erhöhte sich im Geschäftsjahr 2021 leicht um 0,8% auf 4,19 Mio. € (2020: 4,15 Mio. €). Die leicht gestiegenen Personalaufwendungen sind auf tariflich vereinbarte Corona-Einmalzahlungen sowie die Erhöhung der tarifvertraglichen Entgelterhöhung in der Erfrischungsgetränkeindustrie im August 2021 zurückzuführen.

Des Weiteren erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen ebenfalls geringfügig um 1,2% auf 2,61 Mio. € (VJ: 2,58 Mio. €). Die Abschreibungen reduzierten sich zum zweiten Mal in Folge auf 1,51 Mio. € (VJ: 1,58 Mio. €).

Demnach liegt eine insgesamt rückläufige Entwicklung der operativen Kosten auf 13,07 Mio. € (VJ: 13,21 Mio. €) vor. Damit konnte ein Teil des Umsatzrückgangs auch auf Kostenebene aufgefangen werden.

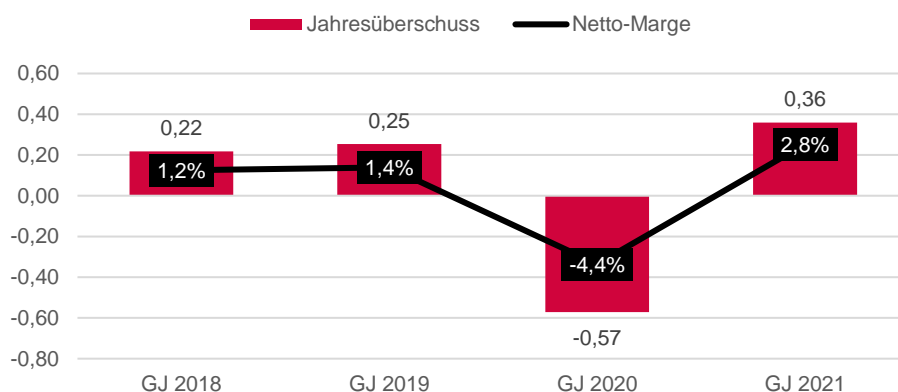
#### Entwicklung der wesentlichen Kostenpositionen (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC AG

Bedingt durch die Gewährung der Überbrückungshilfe III erzielte die BHB Brauholding in diesen weiterhin sehr herausfordernden Zeiten für das Jahr 2021 ein Jahresüberschuss in Höhe von 0,36 Mio. € (2020: -0,57 Mio. €). Unter Berücksichtigung des Verlustvortrages aus dem Jahr 2020 in Höhe von 0,47 Mio. € wurde zum 31.12.2021 ein Bilanzverlust in Höhe von 0,11 Mio. € ausgewiesen. Der Bilanzverlust wird auf neue Rechnung vorgetragen. Unabhängig davon konnte die BHB Brauholding wieder einen positiven Jahresüberschuss verbuchen und den einmaligen Verlust in der langjährigen Unternehmenshistorie hinter sich lassen.

#### Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €) und die Netto-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC AG

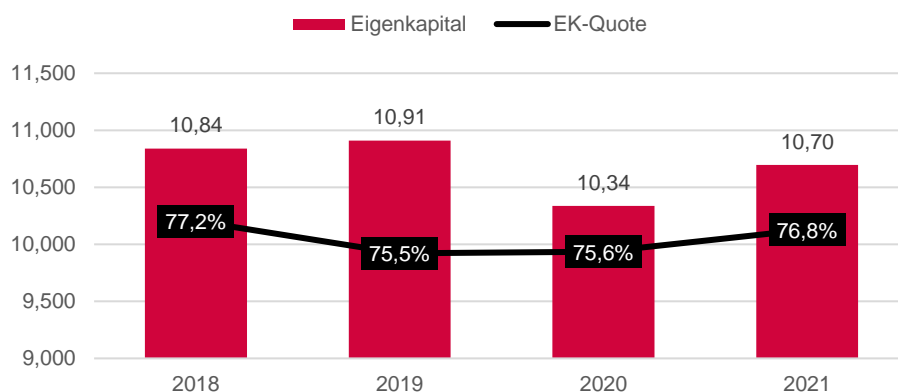
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Eigenkapital	10,84	10,91	10,34	10,70
EK-Quote (in %)	77,2%	75,5%	75,6%	76,8%
Operatives Anlagevermögen	6,72	7,03	6,68	6,33
Working Capital	1,28	1,36	1,90	1,76
Operativer Cashflow	2,31	1,88	0,39	2,05
Investitions-Cashflow	-2,02	-1,78	-0,89	-0,54
Finanzierungs-Cashflow	-0,29	0,01	0,50	-0,24

Quelle: BHB, GBC AG

Das Eigenkapital konnte trotz des herausfordernden Umfeldes im Jahr 2021 leicht gesteigert werden und befindet sich unverändert auf einem sehr hohen Niveau. Zum Bilanzstichtag am 31.12.2021 belief sich das Eigenkapital auf 10,70 Mio. € (VJ: 10,34 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote von 76,8 % (31.12.2020: 75,6 %) entspricht. Die stabile Eigenkapitalquote konnte einerseits durch den Erhalt der Überbrückungshilfe III sowie durch den wiederholten Verzicht einer Dividendenzahlung im Jahr 2021 erreicht werden.

### Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und der Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: BHB, GBC AG

Die BHB Brauholding besitzt neben der weiterhin sehr hohen Eigenkapitalquote, eine ausreichende Liquidität. Der Kassenbestand und die Guthaben bei Kreditinstituten liegen zum 31.12.2021 bei 2,24 Mio. € (31.12.2020: 0,97 Mio. €). Zu der überdurchschnittlich hohen Liquidität haben verschiedene Faktoren geführt. Einerseits stieg durch die Überbrückungshilfe III sowie das stricte Kostenmanagement der operative Cashflow deutlich auf 2,05 Mio. € (2020: 0,39 Mio. €) an. Zusätzlich verzichtete die Gesellschaft zum wiederholten Mal nach 2020 auf die Auszahlung einer Dividende.

Des Weiteren hat die BHB Brauholding den großen Vorteil, am Kapitalmarkt gelistet zu sein und könnte jederzeit, sofern dies notwendig wäre, weiteres Kapital aufnehmen. So verfügt das Unternehmen noch über ein genehmigtes Kapital in Höhe von 0,62 Mio. € (Ermächtigung läuft bis zum 04.07.2024).

Somit sollte das Unternehmen unseres Erachtens weiterhin gut aufgestellt sein, um auch die weiteren Folgen der Corona-Pandemie und die neuen Herausforderungen, die im Zuge des Ukraine-Kriegs auf die Energie- sowie Rohstoffmärkte zugekommen sind, zu meistern. Insbesondere, da die BHB über ein aktives Risikomanagement verfügt und somit frühzeitig langfristige Lieferverträge für essenzielle Rohstoffe geschlossen hat.

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	12,91	15,10	18,12
EBITDA	2,11	1,91	2,22
EBITDA-Marge	16,3%	12,6%	12,3%
EBIT	0,60	0,51	0,72
EBIT-Marge	4,6%	3,4%	4,0%
Jahresüberschuss	0,36	0,29	0,40

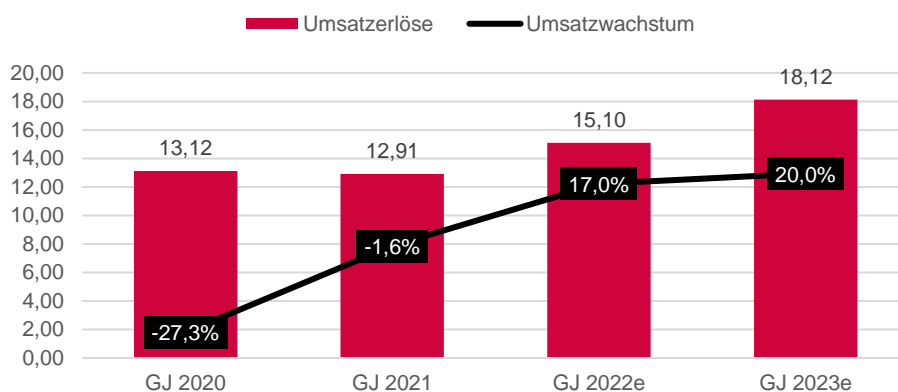
Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

Nach aktuellem Stand gehen wir davon aus, dass die Corona-Pandemie auch im Jahr 2022 noch einen Effekt auf die BHB Brauholding haben wird, aber in einem wesentlich niedrigeren Umfang wie in den zwei Jahren zuvor. Jedoch sind die Folgen durch den Ukraine-Krieg und die dadurch entstandenen Folgen für die weitere wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere auf den Rohstoff- und Energiemärkten und die damit verbundenen Lieferkettenprobleme nur sehr schwer abzuschätzen.

Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2022 unter Berücksichtigung der weiter anhaltenden Corona-Pandemie einen Gesamt-Getränkeabsatz von rund 185 tHl, mit einer Prognosebandbreite von +10%/-10% und Brutto-Umsatzerlöse von mehr als 15,1 Mio. €, mit einer Bandbreite von +10%/-10%. In dieser Prognose wurde bereits die im ersten Quartal 2022 flächendeckende Preiserhöhung, die über alle Vertriebskanäle hinweg durchgesetzt wurde, berücksichtigt. Dadurch hat die BHB auf die bereits teils massiv angestiegenen Kosten reagiert. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei um ein realistisches Szenario. Wir erwarten demzufolge Brutto-Umsatzerlöse von 15,10 Mio. € im Jahr 2022, gefolgt von 18,12 Mio. € für das Jahr 2023. Somit rechnen wir, dass die Gesellschaft im Jahr 2023 erstmals wieder auf ein Brutto-Umsatz-Niveau von vor der Corona-Pandemie zurückkehren wird.

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



Quelle: GBC AG

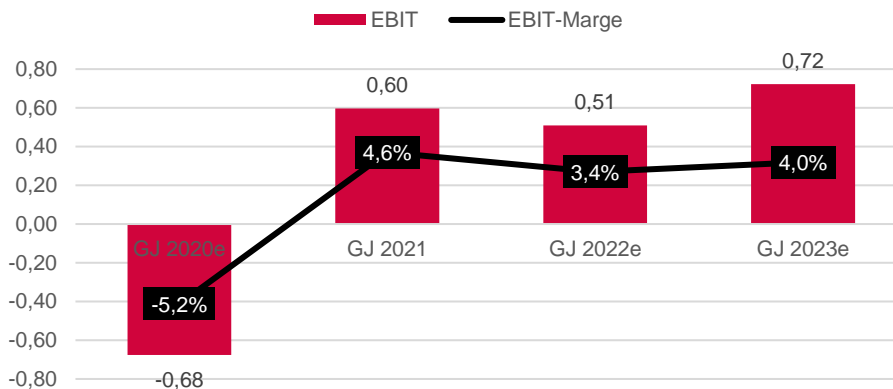
Die negativen Effekte der Pandemie auf die Absatzmärkte der BHB Brauholding werden sich unseres Erachtens im Laufe des Jahres 2022 stetig reduzieren. Insbesondere sollten sich im Bereich der Gastronomie und der Fest- und Sportveranstaltungen teils deutliche Aufholeffekte einstellen. In diesem Bereich sind seit Mitte März alle Beschränkungen aufgehoben worden und hier zeigt sich bereits eine Rückkehr zur Normalität, mit gutbesuchten Restaurants, geöffneten Biergärten, gefüllten Stadien und stattfindenden Volksfesten.

Hiervon sollte die BHB zusätzlich durch den Absatz des margenstarken Fassbierumsatzes profitieren.

### Ergebnisprognosen

Unter Berücksichtigung der weiter schwer kalkulierbaren Rahmenbedingungen in der Brauereibranche rechnet der Vorstand der BHB Brauholding für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit einer Bandbreite bei der EBIT-Marge von 2,4% bis 3,6%, was einem EBIT zwischen 0,36 Mio. € und 0,54 Mio. € entsprechen würde. Der Wegfall der Überbrückungshilfe III, die im Juli 2021 ausbezahlt wurde, sollte demnach zu einer rückläufigen EBIT-Entwicklung führen. Für das laufende Jahr prognostizieren wir ein EBIT in Höhe von 0,51 Mio. € mit einer EBIT-Marge von 3,4%, welche sich am oberen Ende der Guidance befindet. Wir gehen davon aus, dass durch die steigende Nachfrage aus allen Distributionskanälen, der Umsatz ist in den Monaten Januar und Februar 2022 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um rund 56,0 % gestiegen, und aufgrund des strikten Kostenmanagements eine Rückkehr auf ein nachhaltiges Margenniveau von vor Corona-Zeiten möglich ist.

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



Quelle: GBC AG

Die BHB Brauholding hat auch während der herausfordernden Situation in der Corona-Pandemie alle Absatzkanäle durch den Vertrieb betreut, logistisch beliefert und bedient. Von der strategischen Ausrichtung des Vertriebes sowie insbesondere von dem weiterhin intakten Kundenstamm im In- und Ausland sollte die Gesellschaft auch in Zukunft profitieren. Zudem sollten sich durch die äußerst solide Finanzstruktur weitere Wachstums- und Expansionschancen nutzen lassen können.

Nach Ausbruch der Corona-Pandemie im Jahr 2020 wurde zur Wahrung der Liquidität die Dividendenzahlung sowohl im Jahr 2020 als auch im Jahr 2021 ausgesetzt, um eine ausreichende Liquidität vorzuhalten. Nach der Rückkehr zu den nachhaltigen Margen auf Vor-Corona-Niveau, erwarten wir, dass die BHB Brauholding die gewohnte Dividendenpolitik wieder aufnehmen wird und die Aktionäre an der erfolgreichen Geschäftsentwicklung wieder partizipieren werden.



## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 bis 2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2029 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 10,53 % (bisher: 10,53 %) 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 0,40 % (bislang: 0,25 %).**

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 5,3 % (bisher: 5,2 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,3 % (bisher: 5,2%).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,2% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2022 entspricht als **Kursziel 3,90 € (bisher: 3,85 €)**. Die Kurszielerhöhung ist hauptsächlich auf die höhere Basis für die Stetigkeitsphase zurückzuführen. Dabei dient das Geschäftsjahre 2023, in dem wir von einem höheren Umsatz- und Ergebnisniveau ausgehen, als Basis für die nachfolgende Stetigkeitsphase.

## 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	10,5%	ewige EBITA - Marge	3,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,4%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	9,3%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	15,10	18,12	18,39	18,67	18,95	19,23	19,52	19,81	
US Veränderung	17,0%	20,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,26	2,68	2,76	2,82	2,88	2,94	3,00	3,06	
EBITDA	1,91	2,22	1,94	1,97	2,00	2,03	2,06	2,09	
EBITDA-Marge	12,6%	12,3%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	0,51	0,72	0,49	0,54	0,58	0,62	0,66	0,69	
EBITA-Marge	3,4%	4,0%	2,7%	2,9%	3,1%	3,2%	3,4%	3,5%	3,5%
Steuern auf EBITA	-0,18	-0,27	-0,15	-0,16	-0,17	-0,19	-0,20	-0,21	
zu EBITA	34,6%	37,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,33	0,45	0,34	0,38	0,41	0,43	0,46	0,49	
Kapitalrendite	4,1%	5,4%	4,1%	4,5%	4,9%	5,2%	5,5%	5,8%	5,9%
Working Capital (WC)	1,65	1,68	1,71	1,73	1,76	1,78	1,81	1,84	
WC zu Umsatz	10,9%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	
Investitionen in WC	0,11	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,69	6,75	6,68	6,62	6,57	6,53	6,51	6,48	
AFA auf OAV	-1,40	-1,50	-1,44	-1,43	-1,42	-1,41	-1,40	-1,39	
AFA zu OAV	20,9%	22,2%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	
Investitionen in OAV	-1,76	-1,56	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	
Investiertes Kapital	8,34	8,43	8,38	8,35	8,33	8,32	8,32	8,32	
EBITDA	1,91	2,22	1,94	1,97	2,00	2,03	2,06	2,09	
Steuern auf EBITA	-0,18	-0,27	-0,15	-0,16	-0,17	-0,19	-0,20	-0,21	
Investitionen gesamt	-1,65	-1,59	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	
Investitionen in OAV	-1,76	-1,56	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	-1,37	
Investitionen in WC	0,11	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,08	0,36	0,39	0,41	0,43	0,44	0,46	0,48	9,66

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	9,13	9,26
Barwert expliziter FCFs	2,41	2,18
Barwert des Continuing Value	6,73	7,08
Nettoschulden (Net debt)	-2,94	-3,09
Wert des Eigenkapitals	12,08	12,36
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	12,08	12,36
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>3,90</b>	3,99

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	0,4%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	5,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>5,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	4,7%	5,0%	5,3%	5,6%	5,9%
5,4%	4,10	3,86	3,65	3,48	3,32
5,7%	4,26	3,99	3,77	3,59	3,43
5,9%	4,41	4,13	<b>3,90</b>	3,70	3,53
6,2%	4,56	4,27	4,02	3,81	3,63
6,4%	4,71	4,40	4,14	3,92	3,73

## 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>

#### **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>

#### **§ 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>

**§ 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,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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 Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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:

**Felix Haugg, B.A., Finanzanalyst**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. 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)