



Researchstudie (Anno)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



**Geschäftsjahr 2022 positiv abgeschlossen
Deutliche Umsatz- und Absatzsteigerungen erzielt
Erneute Auszeichnung für langjährige Produktqualität – zum fünften Mal in
Folge**

Kursziel: 3,40 € (bisher: 3,46 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

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

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: 10.05.2023 (10:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 10.05.2023 (11:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG*5a,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,40 €
(bisher: 3,46 €)

Aktueller Kurs: 2,52
10.05.2023 / MCH / 9:41

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
WKN: A1CRQD
Börsenkürzel: B9B
Aktienanzahl³: 3,10
Marketcap³: 7,81
Enterprise Value³: 4,57
³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,2 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Marcel Schaffer
schaffer@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

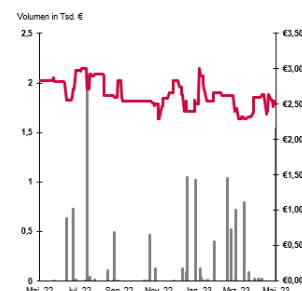
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 70,6 (Stand 31.12.2022)

Gründung: 1882

Firmsitz: 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	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Umsatz	16,66	17,80	18,51	19,25
EBITDA	2,10	2,19	2,31	2,40
EBIT	0,55	0,54	0,62	0,73
Jahresüberschuss	0,35	0,36	0,45	0,49

Kennzahlen in EUR	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
Gewinn je Aktie	0,11	0,12	0,15	0,16
Dividende je Aktie	0,05	0,06	0,06	0,07

Kennzahlen	31.12.2022	31.12.2023e	31.12.2024e	31.12.2025e
EV/Umsatz	0,27	0,26	0,25	0,24
EV/EBITDA	2,17	2,09	1,98	1,90
EV/EBIT	8,30	8,52	7,31	6,28
KGV	22,32	21,66	17,17	15,93
KBV		0,71		

Finanztermine

30.06.2023: Hauptversammlung
09.08.2023: Halbjahresbericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.08.2022: RS / 3,46 / KAUFEN
04.07.2022: RS / 3,90 / KAUFEN
05.05.2022: RS / 3,90 / KAUFEN
17.08.2021: RS / 3,85 / KAUFEN
05.05.2021: RS / 3,55 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Nach zwei herausfordernden Geschäftsjahren im Zuge der Corona-Pandemie setzte im Laufe des Geschäftsjahres 2022 eine sichtbare Erholung ein und die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB) konnte ein deutliches Umsatzplus erwirtschaften. Dabei leisteten zwei wichtige Vertriebskanäle wieder einen wesentlichen Umsatz- und Absatzbeitrag und die BHB erhöhte im Geschäftsjahr 2022 den Gesamt-Getränke-Absatz von 167,1 tHl auf 198,4 tHl. Das entspricht einer Steigerung im Vergleich zum Corona-beeinträchtigten Vorjahr von +29,1%. In diesem Zusammenhang umfasst der Gesamtumsatz sowohl die Eigenproduktion als auch den Getränkeabsatz im Rahmen des Handelsgeschäfts. Dabei stieg der Absatz der eigenproduzierten Getränke (HERRNBRÄU Biere und Bernadett Brunnen AfG) im Vergleich zum Vorjahr um +17,5%. Im Bereich der Handelswaren (Bier und alkoholfreie Getränke) wurde sogar ein Absatzplus von +36% erzielt. Konkret erwirtschaftete die BHB Umsatzerlöse in Höhe von 16,66 Mio. € (2021: 12,91 Mio. €), was einer Steigerungsrate von +29,1% entspricht. Somit hat das Unternehmen die Umsatzprognose am oberen Ende der Unternehmensguidance (Prognosebandbreite in Mio. €: 15,59 bis 16,61) eingehalten.
- Auch ergebnisseitig verzeichnete die BHB Brauholding im Jahr 2022 eine deutliche Erholung im Vergleich zum Vorjahr. Auf vergleichbarer Basis stieg das um den Sonderzufluss (Überbrückungshilfe in Höhe von 1,1 Mio. €) bereinigte EBITDA von 0,90 Mio. € auf 2,10 Mio. €, wodurch eine deutliche Erholung der Geschäftsentwicklung sichtbar wird. Somit wurde die Prognosebandbreite (EBITDA-Marge: 12,4 bis 15,0% / EBIT-Marge: 2,4 bis 3,6%) sowohl auf EBITDA- als auch EBIT-Basis erreicht.
- Infolge der positiven Geschäftsentwicklung mit einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,35 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €) ist es der BHB erneut gelungen, die Eigenkapitalbasis im Vergleich zum Vorjahr zu steigern. Zum Bilanzstichtag am 31.12.2022 belief sich das Eigenkapital auf 11,05 Mio. € (31.12.2021: 10,70 Mio. €), was einer unverändert üppigen Eigenkapitalquote von 77,1 % (31.12.2021: 75,6 %) entspricht.
- Für das erfolgreich abgeschlossene Geschäftsjahr 2022 plant die BHB nach der Aussetzung der Dividendenzahlung in den vergangenen beiden Geschäftsjahren 2020 und 2021 wieder eine Dividende an die Aktionäre auszuschütten. Dementsprechend wird auf der Hauptversammlung im Juni eine Dividende in Höhe von 0,05 € je Aktie vorgeschlagen. Dies entspricht einer Dividendenausschüttung von insgesamt 0,16 Mio. € an die BHB-Aktionäre.
- Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2023, unter Berücksichtigung der weiter herausfordernden Markt- und Konjunkturlage, woraus sich erhebliche Beschaffungspreissteigerungen ergeben können, einen Gesamt-Getränkeabsatz von rund 201 tHl und avisiert in diesem Zusammenhang eine Prognosebandbreite von +10% / -10%. Konkret prognostiziert das Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr 2023 Bruttoumsatzerlöse von mehr als 17,8 Mio. €. Bereinigt um die Biersteuer in Höhe von 0,7 Mio. € wird mit einem Nettoumsatz in Höhe von 17,1 Mio. € gerechnet. Die EBITDA-Marge soll bei rund 11,1 % liegen, begleitet von einer EBIT-Marge in Höhe von 3,4 %.
- Analog zur Umsatzprognose der BHB erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 17,80 Mio. €. Demzufolge orientiert sich unsere Umsatzschätzung an der Umsatz-Guidance des Unternehmens und somit innerhalb der Prognosebandbreite. Konkret gehen wir davon aus, dass sowohl der Anstieg des Gesamt-Getränkeabsatzes als auch die Umsetzung weiterer Preissteigerungen das Umsatzniveau anheben werden. Konkret schätzen wir für das Geschäftsjahr 2024

respektive 2025 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 18,51 Mio. € beziehungsweise 19,25 Mio. €. Daher prognostizieren wir Wachstumsraten auf Umsatzebene von jeweils +4,0%.

- Die BHB Brauholding ist durch die solide Kapitalstruktur in Verbindung mit ausreichend Liquidität, die hohe Produktqualität (mehrfach ausgezeichnet) sowie die strategische Ausrichtung des Vertriebs und dem weiterhin intakten Bestandskundengeschäft aus unserer Sicht gut aufgestellt, um auch in Zukunft sich an dem rückläufigen und herausfordernden Biermarkt zu partizipieren. Zum einen hat der Einbezug der 2025er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode, als Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells, einen kurszielerhöhenden Effekt. Zum anderen steht jedoch eine marktbedingte Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 2,00% (bisher: 1,25 %) entgegen, wodurch die Kapitalmarktkosten auf 6,91 % (bisher: 6,20 %) angestiegen sind. Beide Effekte gleichen sich weitestgehend aus, so dass sich ein nahezu unverändertes Kursziel in Höhe von 3,40 € (bisher: 3,46 €) ergibt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

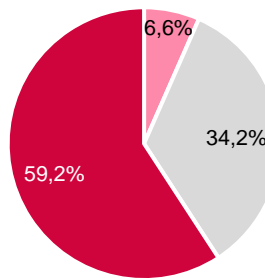
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis – Brauholding	5
Übersicht Markenportfolio	5
Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition	6
Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit	6
Bierqualität erneut prämiert	7
Markt und Marktumfeld	8
Biermarkt Deutschland	8
Unternehmensentwicklung	10
Kennzahlen im Überblick	10
Geschäftsentwicklung GJ 2022	11
Umsatzentwicklung GJ 2022	11
Ergebnisentwicklung GJ 2022	12
Bilanzielle und finanzielle Situation	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatzprognosen	15
Ergebnisprognosen	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

UNTERNEHMEN

Aktionärsstruktur

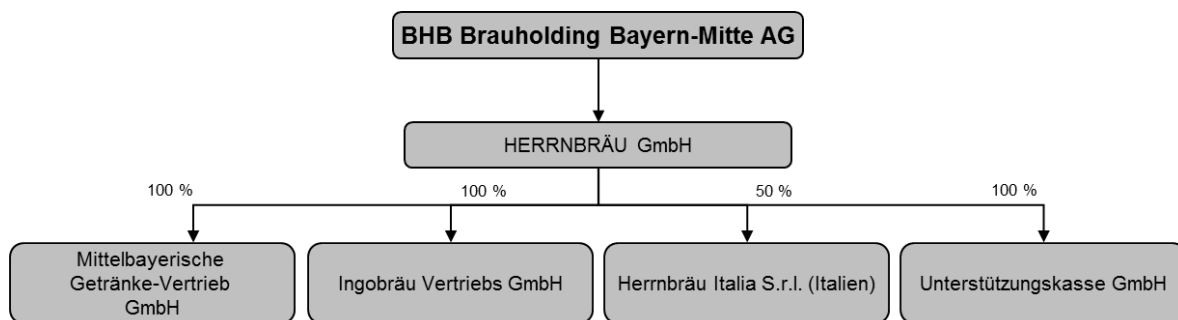
Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	6,6%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien	34,2%
Streubesitz	59,2%

Quelle: BHB, GBC AG



- Management BHB Brauholding AG
- BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG
- Streubesitz

Konsolidierungskreis – Brauholding



Quelle: BHB, GBC AG

Übersicht Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC AG

Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition

Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG 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).

Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit

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



Quelle: Herrnbräu

Weiterhin ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren ein integraler Bestandteil 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 kontinuierlich an einer Verbesserung der Ökobilanz gearbeitet, um somit einen konkreten Unternehmensbeitrag zu den globalen Nachhaltigkeitszielen (17 UN-Nachhaltigkeitsziele) zu leisten.

Bierqualität erneut prämiert

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 2022 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 fünften Mal mit dem „Preis für langjährige Produktqualität“ geehrt.



Quelle: Herrnbräu

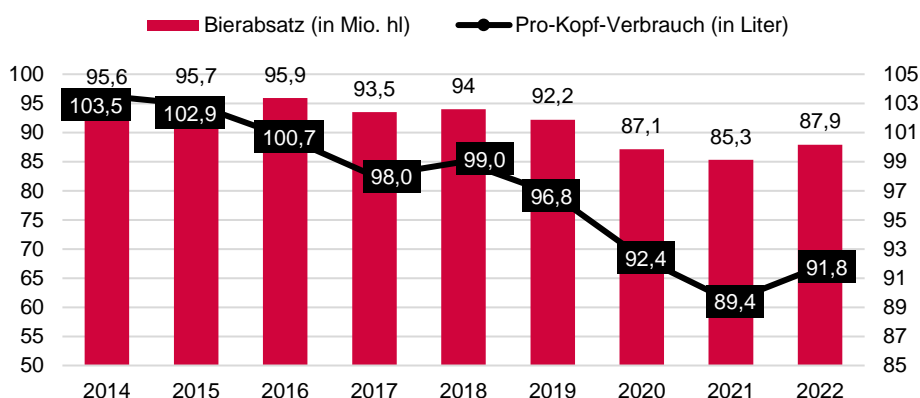
MARKT UND MARKTUMFELD

Der BHB Konzern hat sich als traditioneller bayerischer Bierspezialist mit Fokus auf Weißbierspezialitäten etabliert. Demnach umfasst das aktuelle Markenportfolio 10 Weißbier-, 30 untergärige Bierspezialitäten und vier Biermischgetränke. Zudem bietet das Unternehmen ein breites Produktspektrum im Bereich Mineralwasser und alkoholfreien Erfrischungsgetränken ab.

Biermarkt Deutschland

Deutschland ist mit Abstand der größte Biermarkt in Europa, gefolgt von Großbritannien, Spanien und Polen. In Bezug auf den Konsum pro Kopf konsumieren lediglich die Tschechen und Österreicher mehr pro Kopf. Dabei ist in den letzten Jahren der Bierabsatz und damit auch der durchschnittliche Pro-Kopf-Verbrauch in Deutschland kontinuierlich gesunken. Gründe für den rückläufigen Bierkonsum könnten das wachsende Gesundheitsbewusstsein oder die verbesserte Aufklärung über die Folgen des Alkoholmissbrauchs sein. In absoluten Zahlen ist der Bierabsatz (in Mio. Hektoliter) in Deutschland laut dem Deutschen Brauerei-Bund im Betrachtungszeitraum 2014 bis 2022 von 95,6 im Peak kontinuierlich auf nunmehr 87,9 im Jahr 2022 gesunken.

Entwicklung des Bierabsatzes (in Mio. Hektoliter) und Pro-Kopf-Verbrauch (in Liter) in Deutschland



Quelle: Deutscher Brauerei Bund e.V.; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Der monatliche Bierabsatz in Deutschland unterliegt im Jahresverlauf starken Schwankungen. Am wenigsten Bier wird statistisch betrachtet im Monat Januar getrunken, während in den Sommermonaten Juni und Juli am meisten Bier konsumiert wird.

Nachdem der Biermarkt in Deutschland in den Jahren 2020 und 2021 aufgrund der Corona-Krise massiv eingebrochen war, hat sich der Absatz im Jahr 2022 erstmals wieder leicht erholt. Das Statistische Bundesamt vermeldet für 2022 ein Plus von 2,7 % (232,6 Millionen Liter) im Vergleich zum Vorjahr 2021. Ein Vergleich mit dem Vor-Corona-Jahr 2019 macht deutlich, dass der inländische Bierabsatz 2022 mit minus 5 % immer noch unter dem Vorkrisenniveau liegt und die Brauereien die zwischenzeitlichen Verluste nicht mehr aufholen können.

Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes wurden im Jahr 2022 von den in Deutschland ansässigen Brauereien und Bierlagern insgesamt rund 8,8 Milliarden Liter Bier abgesetzt. 82,5 % des gesamten Bierabsatzes sind dabei dem Inlandsverbrauch zuzuordnen und wurden in Deutschland versteuert. Der Inlandsabsatz stieg im Vergleich zu 2021 um 4 % auf 7,2 Milliarden Liter. Steuerfrei (als Export und als sogenannter Eigenverbrauch) wurden 1,5 Milliarden Liter Bier verkauft, das waren 2,7 % weniger als im Jahr 2021 und

4,7 % weniger als im Jahr 2019. Davon gingen rund 805 Millionen Liter (+7,8 %) in EU-Staaten und gut 716 Millionen Liter (-12,4 %) in Nicht-EU-Staaten.

Die 1.500 Brauereien in Deutschland stehen nach Angaben des Deutschen Brauer-Bundes (DBB) im Jahr 2023 erneut vor einem äußerst schwierigen Marktumfeld. Die Inflationsentwicklung setzt die Betriebe stark unter Druck. Der anhaltend hohe Kostendruck bleibt, neben einer sicheren und bezahlbaren Energieversorgung, die größte Herausforderung für die Brauereien. Vor allem die stark steigenden Kosten für Rohstoffe und Vorprodukte sowie für Personal und Logistik belasten die Brauereien. Neben den Kosten für Gas und Strom haben sich vor allem Braumalz und Verpackungsmaterialien drastisch verteuert, wie der DBB bereits im Januar berichtete. Der allgemein hohe Kostendruck wird sich auch im Jahr 2023 auf die Preise auswirken; zahlreiche Brauereien in Deutschland haben bereits Preiserhöhungen angekündigt.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse (brutto)	12,91	16,66	17,80	18,51	19,25
Biersteuer	-0,57	-0,65	-0,69	-0,72	-0,75
Umsatzerlöse (netto)	12,33	16,01	17,11	17,79	18,50
Bestandsveränderung	0,11	0,07	0,00	0,00	0,00
Aktiviert Eigenleistungen	0,01	0,02	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	1,22	0,19	0,05	0,05	0,05
Materialaufwand	-4,76	-6,15	-6,73	-6,96	-7,16
Rohergebnis	8,90	10,14	10,43	10,88	11,39
Personalaufwand	-4,19	-4,82	-4,90	-5,09	-5,40
Abschreibungen	-1,51	-1,55	-1,65	-1,68	-1,67
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,61	-3,20	3,35	-3,48	-3,59
EBIT	0,60	0,55	0,54	0,62	0,73
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,04	0,03	0,00	0,05	0,01
Ergebnis aus Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,02	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,58	0,57	0,52	0,66	0,71
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,17	-0,18	-0,16	-0,20	-0,23
sonstige Steuern	-0,05	-0,05	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	0,36	0,35	0,36	0,45	0,49
EBITDA	2,06	2,10	2,19	2,31	2,40
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>16,3%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,5%</i>
EBIT	0,60	0,55	0,54	0,62	0,73
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,0%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,8%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,12	0,11	0,12	0,15	0,16
Dividende je Aktie in €	0,00	0,05	0,06	0,06	0,07
Aktienzahl in Mio. Stück	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10

Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung GJ 2022

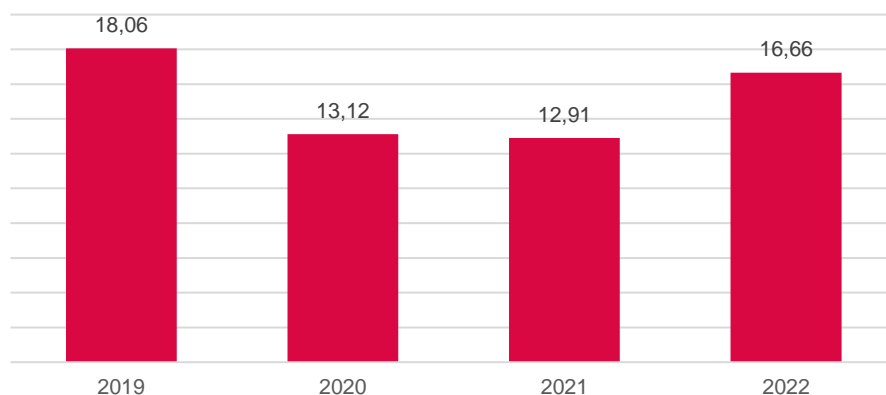
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022
Umsatzerlöse (Brutto, inkl. Biersteuer)	13,12	12,91	16,66
EBITDA	0,90	2,06	2,10
EBITDA-Marge	6,9%	15,9%	12,5%
EBIT	-0,68	0,60	0,55
EBIT-Marge	-5,2%	4,6%	3,3%
Jahresüberschuss	-0,57	0,36	0,35
EPS in €	-0,18	0,12	0,11

Quelle: BHB, GBC AG

Umsatzentwicklung GJ 2022

Im Geschäftsjahr 2022 erwirtschaftete die BHB Umsatzerlöse in Höhe von 16,66 Mio. € (2021: 12,91 Mio. €), was einer Umsatzsteigerung von +29,1% entspricht. Somit hat das Unternehmen die Umsatzprognose am oberen Ende der Schätzungsbandbreite (Prognosebandbreite in Mio. €: 15,59 bis 16,61) eingehalten. Nach zwei herausfordernden Jahren im Zuge der Corona-Pandemie setzte im Laufe des Geschäftsjahres 2022 damit eine sichtbare Erholung ein und es wurde ein gesteigertes Umsatzvolumen erwirtschaftet. Dabei leisteten zwei wichtige Vertriebskanäle wieder einen wesentlichen Umsatz- und Absatzbeitrag. Sowohl der wieder aktive Gastronomiebetrieb als auch die Rückkehr zahlreicher Festveranstaltungen hatten sich sehr positiv auf die Absatz- und Umsatzentwicklung der BHB ausgewirkt.

Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



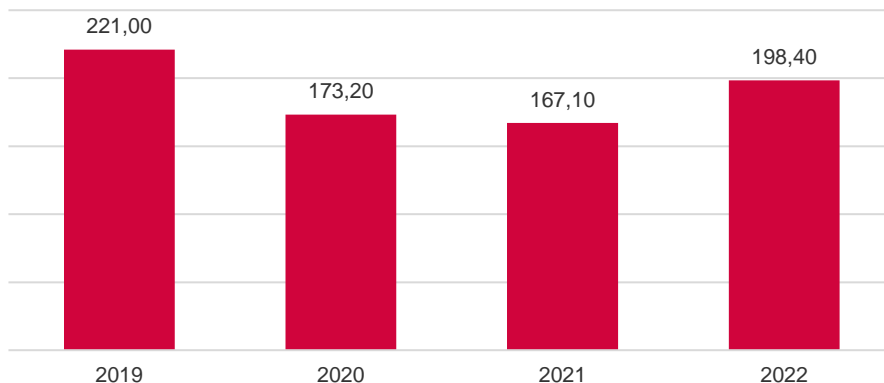
Quelle: BHB, GBC AG

Die Basis für die positive Geschäftsentwicklung findet sich in der Steigerung des Getränke-Absatzes, welcher um 29,1 % von 167,1 tHl (GJ 2021) auf 198,4 tHl (GJ 2022) deutlich zugelegt hat. In diesem Zusammenhang umfasst der Gesamtabsatz sowohl die Eigenproduktion als auch den Getränkeabsatz im Rahmen des Handelsgeschäfts. Konkret stieg der Absatz der eigenproduzierten Getränke (HERRNBRÄU Biere und Bernadett Brunnen AfG) im Vergleich zum Vorjahr um +17,5%. Im Bereich des Getränkeabsatzes der Handelswaren (Bier und alkoholfreie Getränke) konnte sogar ein Absatzplus von +36% erzielt werden.

Insgesamt ist zu konstatieren, dass im Geschäftsjahr 2022 alle Vertriebskanäle ein Absatzplus erzielt haben und somit Aufholeffekte verzeichnet wurden. Im Bereich Handel wurde ein Gesamt-Absatzplus von +4,2% erzielt. Der Getränkeabsatz über das Gastronomiegeschäft stieg aufgrund des Wegfalls der Pandemie-Beschränkungen deutlich um +42,4%. Ein weiterer wichtiger Absatzkanal ist das Exportgeschäft. In diesem Zusammenhang ist es der BHB gelungen, weitere EU-Absatzmärkte wie Polen und Rumänien zu

erschließen. Zudem ist die Volksrepublik China ein wichtiger und wachsender Absatzmarkt des Unternehmens. Demnach zeigt sich der Gesamtexportabsatz im Jahr 2022 deutlich erhöht, indem ein Absatzplus von +46,9% erzielt worden ist.

Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in tHl)



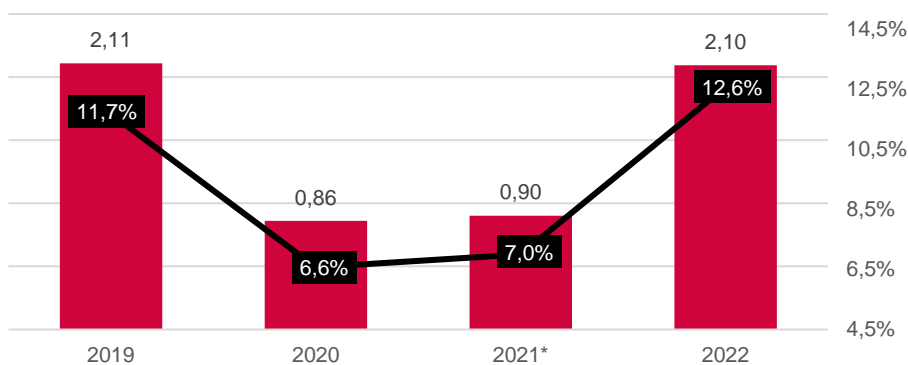
Quelle: BHB, GBC AG

Letztlich ist festzuhalten, dass nach den herausfordernden und von der Corona-Pandemie geprägten Geschäftsjahren 2020 und 2021 in 2022 eine Erholung der Brauwirtschaft eingeleitet ist. Dies spiegelt auch die Betrachtung auf den Gesamtmarkt wider. Das Statistische Bundesamt meldete in diesem Zusammenhang für 2022 einen Zuwachs von +2,7% (232,6 Mio. Liter) gegenüber dem Jahr 2021. Die BHB hat in diesem Kontext eine deutlich stärkere Erholung verzeichnet.

Ergebnisentwicklung GJ 2022

Im Vergleich zum deutlichen Umsatzanstieg lag das Ergebnis nahezu auf Vorjahresniveau. Konkret erzielte die BHB ein EBITDA in Höhe von 2,10 Mio. € (Vorjahr: 2,07 Mio. €), wobei zu berücksichtigen ist, dass die Ergebnisentwicklung des Vorjahres einen positiven Sondereffekt enthalten hatte. Denn durch die Gewährung staatlicher Billigungsleistungen des Bundes in Form der Überbrückungshilfe III sind der BHB in 2021 einmalig 1,16 Mio. € zugeflossen. Auf vergleichbarer Basis (bereinigtes EBITDA) hat die BHB im Vergleich zum Vorjahr jedoch eine deutliche Ergebnisverbesserung erzielt. Bereinigt um den Sonderzufluss wurde ein deutlicher EBITDA-Anstieg von 0,90 Mio. € auf 2,10 Mio. € erwirtschaftet, wodurch eine deutliche Erholung der Geschäftsentwicklung sichtbar wird. Somit wurde die Prognosebandbreite (1,87 Mio. € bis 2,27 Mio. €) auch auf Ergebnisebene erreicht.

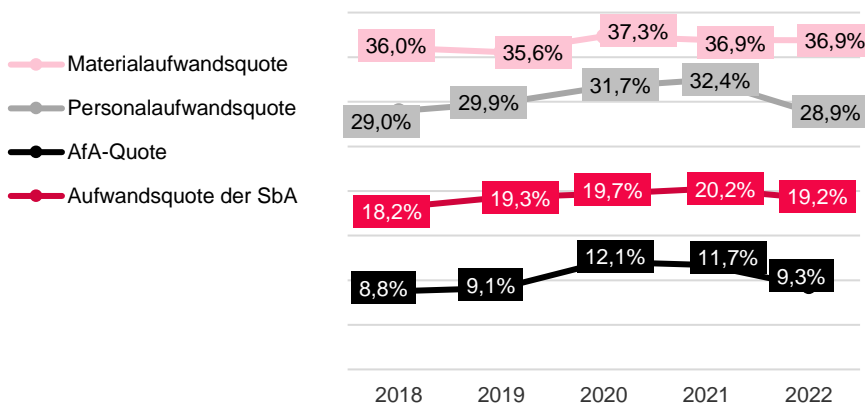
Entwicklung bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und bereinigte EBITDA-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC AG* EBITDA bereinigt um den positiven Sondereffekt in Form der Corona-Überbrückungshilfen

Die starke Verbesserung des bereinigten EBITDA ist insbesondere auf Skaleneffekte zurückzuführen. Während beim Materialaufwand ein zum Umsatz proportionaler Anstieg um 29,1 % auf 6,15 Mio. € (VJ: 4,76 Mio. €) und damit eine gleichbleibende Materialaufwandsquote ausgewiesen wurde, lagen im Bereich des Personalaufwandes und bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ein nur unterproportionaler Anstieg vor. Der Personalaufwand lag um 15,0 % und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 22,6 % über Vorjahresniveau und damit liegt hier ein unter dem Umsatzanstieg liegendes Kostenwachstum vor.

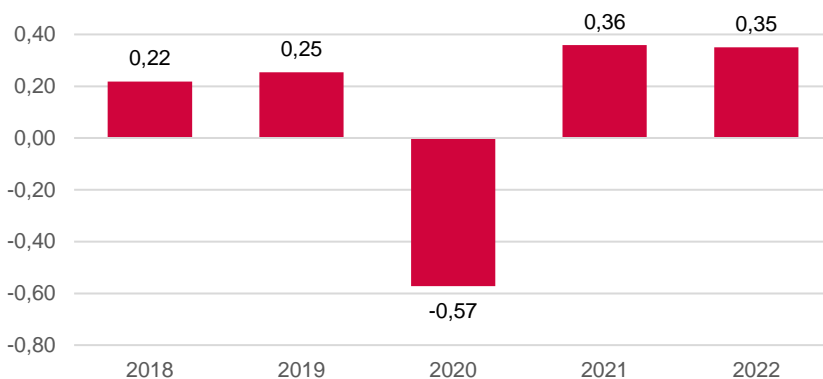
Entwicklung der wesentlichen Kostenquoten (in %)



Quelle: BHB, GBC AG

Bei gleichbleibenden Abschreibungen sowie bei Berücksichtigung der Tatsache, dass das BHB-Geschäft nahezu ausschließlich EK-finanziert ist, womit unterhalb des EBIT keine wesentlichen Finanzkosten ausgewiesen werden, ist es der BHB gelungen, einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,35 Mio. € (VJ: 0,36 Mio. €) zu erwirtschaften. Dies entspricht einem Jahresergebnis auf Vorjahresniveau, allerdings ist zu berücksichtigen, dass der Jahresüberschuss aus dem Geschäftsjahr 2021 einen Sondereffekt inkludiert.

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



Quelle: BHB, GBC AG

Nach pandemiebedingter Aussetzung der Dividendenausschüttung in den letzten beiden Geschäftsjahren 2020 und 2021 wird für das Geschäftsjahr 2022 wieder eine Dividendenzahlung in Aussicht gestellt. Konkret wird auf der Hauptversammlung im Juni eine Dividende in Höhe von 0,05 € je Aktie vorgeschlagen. Dies entspricht einer Dividendenausschüttung von insgesamt 0,16 Mio. € an die BHB-Aktionäre. Gemäß aktuellem Aktienkurs (09.05.23 / München / 2,52 €) würde das einer Dividendenrendite in Höhe von 2,0% entsprechen.

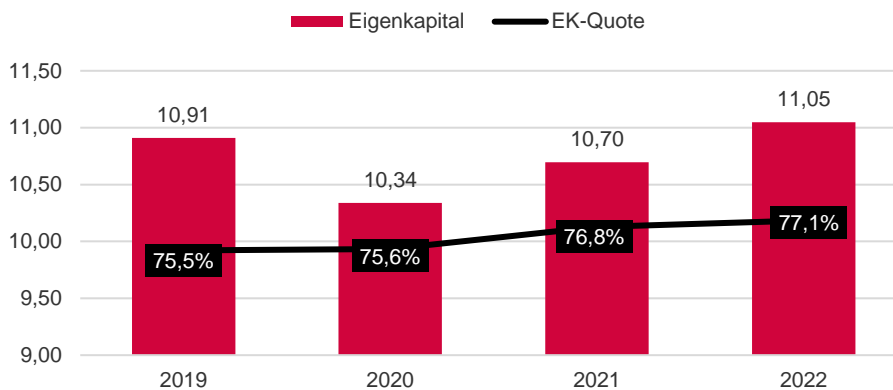
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22
Eigenkapital	10,91	10,34	10,70	11,05
EK-Quote (in %)	75,5%	75,6%	76,8%	77,1%
Net Working Capital	1,36	1,90	1,76	1,39
Liquide Mittel	0,97	0,97	2,24	2,58
Bankverbindlichkeiten	0,71	1,23	1,01	0,75
Netto-Finanzvermögen	0,26	-0,26	1,23	1,83
Operativer Cashflow	1,88	0,39	2,05	1,83
Investitions-Cashflow	-1,78	-0,89	-0,54	-1,21
Finanzierungs-Cashflow	0,01	0,50	-0,24	-0,28

Quelle: BHB, GBC AG

Das Eigenkapital legte infolge der positiven Geschäftsentwicklung und der Aussetzung der Dividendenausschüttung weiter auf 11,05 Mio. € (31.12.21: 10,70 Mio. €) zu, was einer Steigerung der ohnehin hohen Eigenkapitalquote von 76,8 % auf 77,1% entspricht. Die stabile Eigenkapitalquote spricht für die starke Innenfinanzierungskraft der BHB.

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



Quelle: BHB, GBC AG

Die BHB Brauholding weist neben der weiterhin sehr hohen Eigenkapitalquote eine ausreichende Liquidität auf. Die liquiden Mittel und die Guthaben bei Kreditinstituten liegen zum 31.12.2022 bei 2,58 Mio. € (31.12.2021: 2,24 Mio. €). In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass die BHB stichtagsbezogen über ein Netto-Finanzvermögen in Höhe von 1,83 Mio. € (Vorjahr: 1,23 Mio. €) verfügt und somit die Cashmittel und Bankguthaben die Schulden weit übersteigen, wodurch die BHB quasi schuldenfrei ist. Auf Cashflow-Ebene ist es der BHB im abgelaufenen Geschäftsjahr, basierend auf einem weiterhin starken operativen Cashflow in Höhe von 1,83 Mio. € (Vorjahr: 2,05 Mio. €) gelungen, einen Finanzmittelzufluss von +0,34 Mio. € zu erwirtschaften.

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).

Letztlich mindert die außerordentliche Kapitalstruktur das finanzielle Risiko des Unternehmens und ermöglicht dem Unternehmen, zukünftig Spielräume für Investitionen zum Ausbau der operativen Geschäftsentwicklung auszureizen.

PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse (Brutto, inkl. Biersteuer)	16,66	17,80	18,51	19,25
EBITDA	2,10	2,19	2,31	2,40
EBITDA-Marge	12,6%	12,3%	12,5%	12,5%
EBIT	0,55	0,54	0,62	0,73
EBIT-Marge	3,3%	3,0%	3,3%	3,8%
Jahresüberschuss	0,35	0,36	0,45	0,49

Quelle: GBC AG

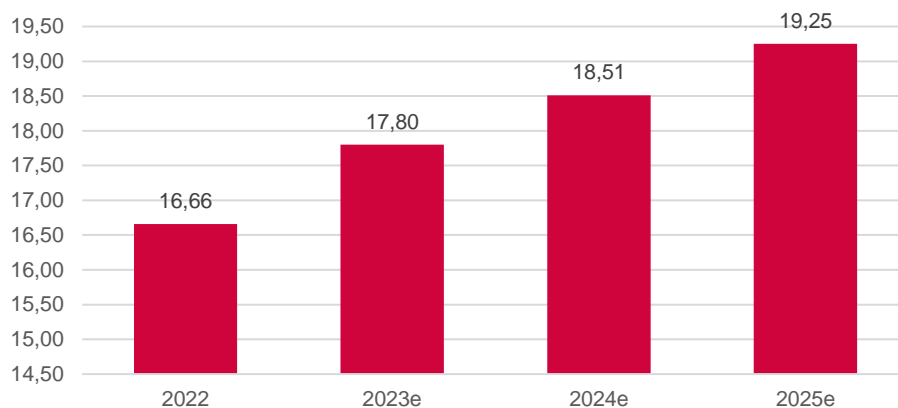
Umsatzprognosen

Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2023, unter Berücksichtigung der weiter herausfordernden Markt- und Konjunkturlage, in Verbindung mit der galoppierenden Inflationslage und somit erheblichen Beschaffungspreissteigerungen, einen Gesamt-Getränkeabsatz von rund 201 tHl und erwartet in diesem Zusammenhang eine Prognosebandbreite von +10% / -10%. In diesem Zusammenhang hat die BHB bereits im ersten Quartal 2023 erste Abgabepreiserhöhungen bei Bier und alkoholfreien Getränken umgesetzt, um den gestiegenen Beschaffungspreisen entgegenzuwirken. Die avisierte Erhöhung der Absatzerwartung für das Geschäftsjahr 2023 spiegelt sich bereits in den ersten Monaten (Januar & Februar) des laufenden Geschäftsjahrs wider. Diesbezüglich ist der Gesamt-Getränkeabsatz in den genannten Monaten, laut Unternehmensangaben, bereits +43,4% im Vergleich zum Vorjahresniveau.

Konkret erwartet das Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr 2023 Bruttoumsatzerlöse von mehr als 17,8 Mio. €. Bereinigt um die Biersteuer in Höhe von 0,7 Mio. € wird mit einem Nettoumsatz in Höhe von 17,1 Mio. €, auch hier verbunden mit einer Prognosebandbreite von + 10%/ -10%, kalkuliert. Die BHB erwartet somit Brutto-Umsatzerlöse zwischen 16,02 Mio. € und 19,58 Mio. €.

Analog zur Umsatzerwartung der BHB prognostizieren wir für das Geschäftsjahr 2023 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 17,80 Mio. €. Somit bewegt sich unsere Umsatzschätzung innerhalb der Umsatz-Guidance der BHB-Brauholding. Zudem erwarten wir für die nachfolgenden Geschäftsjahre weiteres Umsatzwachstum. Dies basierend auf einem erwarteten Anstieg des Gesamt-Getränke-Absatzes und weiteren Preissteigerungen. Konkret schätzen wir für das Geschäftsjahr 2024 respektive 2025 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 18,51 Mio. € beziehungsweise 19,25 Mio. €. Daher prognostizieren wir Wachstumsraten auf Umsatzebene von jeweils +4,0%.

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



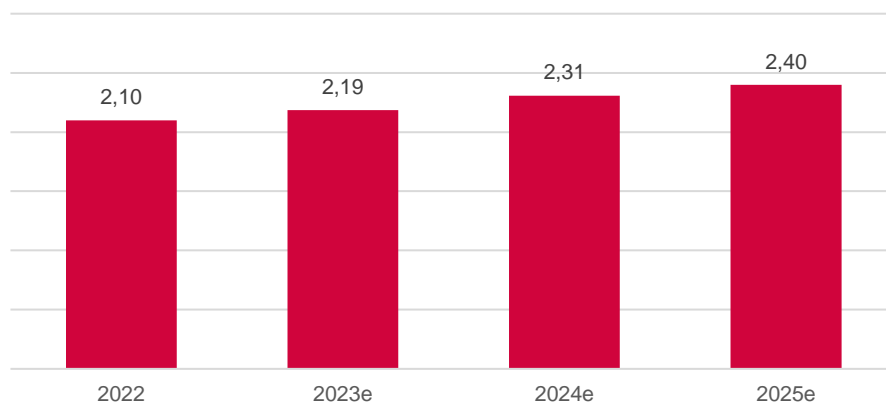
Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Unter Berücksichtigung der herausfordernden Marktbedingungen im Zuge von weiterhin hohen Beschaffungspreisen und einer rückläufigen Bierkonsumententwicklung rechnet der Vorstand der BHB Brauholding für das laufende Geschäftsjahr 2023 mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 11,1%, dies verbunden mit einer Prognosebandbreite zwischen 10,5% bis 13,5%. Konkret kalkuliert das Unternehmen somit mit einem EBITDA zwischen 1,87 Mio. € und 2,40 Mio. €

Basierend auf der Unternehmensguidance erwarten wir für das Geschäftsjahr 2023 ein EBITDA in Höhe von 2,19 Mio. €, welches somit innerhalb der Prognosebandbreite des Unternehmens liegt. Für die folgenden Schätzperioden gehen wir von einem EBITDA in Höhe von 2,31 Mio. € (GJ 2024) respektive in Höhe von 2,40 Mio. € (GJ 2025) aus. Perspektivisch erwarten wir demzufolge eine Verbesserung der Rentabilität, welche insbesondere mit Skaleneffekten in Verbindung steht. Demnach planen wir im Zuge von Effizienz- und Absatzsteigerungen für die Schätzungsjahre 2024 und 2025 ein höheres Margenniveau. Für 2024 und 2025 rechnen wir mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 12,47% (2024) beziehungsweise 12,46% (2025).

Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2023 bis 2025 in Phase 1, erfolgt von 2025 bis 2030 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. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00% (bislang: 1,25 %).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,91 % (bisher: 6,20 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,91 % (bisher: 6,20 %).

Bewertungsergebnis

Auf der einen Seite hat der Einbezug der 2025er Schätzungen in die konkrete Schätzperiode, als Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells, einen kurszielerhöhenden Effekt. Dem entgegen steht jedoch eine marktbedingte Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 2,00 % (bisher: 1,25 %) entgegen, wodurch die Kapitalmarktkosten auf 6,91 % (bisher: 6,20 %) leicht angestiegen sind. Die beiden kurszielbeeinflussenden Effekte gleichen sich weitestgehend aus, so dass sich ein nahezu unverändertes Kursziel in Höhe von 3,40 € (bisher: 3,46 €) ergibt.

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	29,6%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	16,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
Umsatz (US)	17,80	18,51	19,25	19,54	19,83	20,13	20,43	20,74	
US Veränderung	6,9%	4,0%	4,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,92	3,16	3,41	3,64	3,83	3,99	4,13	4,25	
EBITDA	2,19	2,31	2,40	2,05	2,08	2,11	2,15	2,18	
EBITDA-Marge	12,3%	12,5%	12,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	0,54	0,62	0,73	0,38	0,49	0,58	0,65	0,71	
EBITA-Marge	3,0%	3,4%	3,8%	1,9%	2,5%	2,9%	3,2%	3,4%	3,5%
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,19	-0,23	-0,12	-0,15	-0,18	-0,20	-0,22	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	0,37	0,43	0,50	0,26	0,34	0,40	0,45	0,49	
Kapitalrendite	4,2%	4,9%	5,7%	3,0%	3,9%	4,7%	5,4%	5,9%	6,0%
Working Capital (WC)	2,70	2,90	3,20	3,25	3,30	3,35	3,40	3,45	
WC zu Umsatz	15,2%	15,7%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	16,6%	
Investitionen in WC	-0,19	-0,20	-0,30	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,10	5,87	5,64	5,37	5,18	5,05	4,95	4,88	
AFA auf OAV	-1,65	-1,68	-1,67	-1,67	-1,59	-1,53	-1,49	-1,47	
AFA zu OAV	27,0%	28,7%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%	
Investitionen in OAV	-1,45	-1,45	-1,45	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	
Investiertes Kapital	8,80	8,77	8,84	8,62	8,48	8,39	8,35	8,33	
EBITDA	2,19	2,31	2,40	2,05	2,08	2,11	2,15	2,18	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,19	-0,23	-0,12	-0,15	-0,18	-0,20	-0,22	
Investitionen gesamt	-1,64	-1,65	-1,75	-1,45	-1,45	-1,45	-1,45	-1,45	
Investitionen in OAV	-1,45	-1,45	-1,45	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	-1,40	
Investitionen in WC	-0,19	-0,20	-0,30	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,38	0,46	0,42	0,49	0,48	0,48	0,49	0,51	6,9%

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,92	6,93
Barwert expliziter FCFs	2,57	2,28
Barwert des Continuing Value	4,35	4,66
Nettoschulden (Net debt)	-3,62	-3,99
Wert des Eigenkapitals	10,54	10,93
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,54	10,93
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,40	3,52

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	6,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	6,9%

Kapitalrendite	WACC				
	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%
5,5%	3,46	3,34	3,24	3,15	3,08
5,8%	3,55	3,43	3,32	3,23	3,14
6,0%	3,64	3,51	3,40	3,30	3,21
6,3%	3,73	3,59	3,48	3,37	3,28
6,5%	3,82	3,68	3,55	3,44	3,34

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:

Marcel Schaffer, Finanzanalyst (B.A.)

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



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