

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG*5a,11

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,51 €
(bisher: 3,40 €)

Aktueller Kurs: 2,88 EUR
16.08.2023 / MCH 08:05

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6
WKN: A1CRQD
Börsenkürzel: B9B
Aktienanzahl³: 3,10
Marketcap³: 8,93
Enterprise Value³: 6,57
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

Datum (Uhrzeit) Fertigstellung:
16.08.2023 (10:28 Uhr)

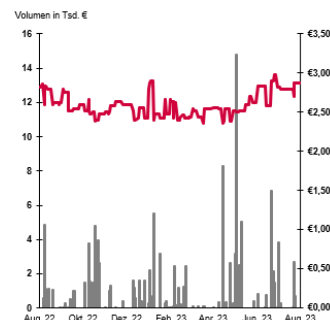
Datum (Uhrzeit) erste
Veröffentlichung: 16.08.2023
(12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis
max. 31.12.2024

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 3

Unternehmensprofil

Branche: Konsum
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke
Mitarbeiter: 73,5 (Stand 30.06.2023)
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	31.12.2022	31.12.2023e	30.12.2024e	30.12.2025e
Umsatz	16,66	18,90	19,28	19,66
EBITDA	2,10	2,22	2,31	2,40
EBIT	0,55	0,57	0,62	0,73
Jahresüberschuss	0,35	0,35	0,45	0,48

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,11	0,12	0,14	0,16
Dividende je Aktie	0,05	0,06	0,06	0,08

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,39	0,35	0,34	0,33
EV/EBITDA	3,13	2,95	2,85	2,74
EV/EBIT	11,94	11,45	10,56	9,02
KGV	25,51	25,57	20,00	18,46
KBV		0,80		

Finanztermine

-

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

10.05.2023: RS / 3,40 / KAUFEN

04.07.2022: RS / 3,90 / KAUFEN

05.05.2022: RS / 3,90 / KAUFEN

17.08.2021: RS / 3,85 / KAUFEN

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

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“

1. HJ 2023: Gesamt-Getränkeabsatz steigt um 10,8 %, Prognose für das Gesamtjahr bestätigt; Kursziel aufgrund Roll-over-Effekts leicht auf 3,51 € (bisher: 3,40 €) erhöht, Rating KAUFEN

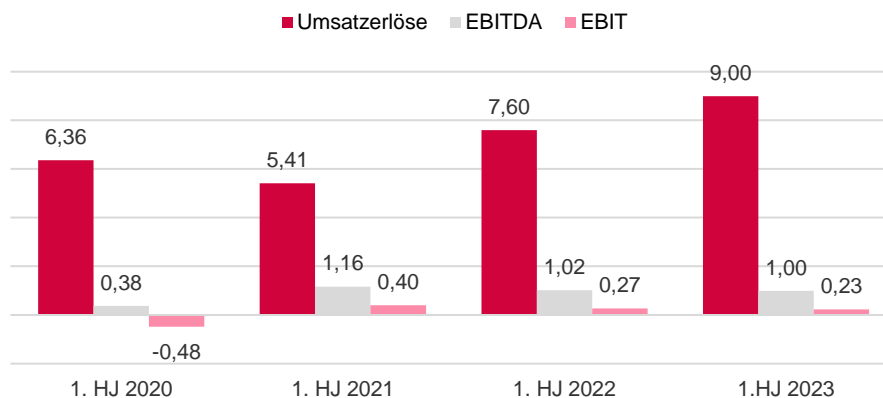
GuV (in Mio. €)	1. HJ 2021	1. HJ 2022	1. HJ 2023
Umsatzerlöse	5,41	7,60	9,00
EBITDA	1,16	1,02	0,99
EBIT	0,40	0,27	0,23

Quelle: BHB, GBC

Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

Basierend auf dem kürzlich veröffentlichten Halbjahresbericht 2023 ist festzuhalten, dass die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (im Folgenden: BHB) das erste Halbjahr erfolgreich abgeschlossen hat. Demnach ist es dem Unternehmen gelungen, sowohl den Gesamtgetränkeabsatz als auch die Brutto-Umsatzerlöse im Vergleich zur Vorjahresperiode zu erhöhen. Konkret wurde ein Gesamt-Getränke-Absatzplus von +10,8% auf insgesamt 103 thl (Vorjahr: 94 thl) erzielt und demzufolge liegen auch die Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 9,00 Mio. € (Vorjahr: 7,60 Mio. €) um 18,4% über dem Vorjahresniveau.

Entwicklung der Umsatzerlöse, EBITDA und des EBIT (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Der Gesamtabsatz bei der BHB umfasst zum einen die Eigenproduktion und zum anderen auch den Absatz innerhalb des Handelsgeschäfts. Im Zuge der positiven Absatzentwicklung im ersten Halbjahr 2023 ist zu konstatieren, dass über alle Vertriebssegmente hinweg Zuwächse erzielt worden sind. Dabei ist der Gesamtabsatz im Bereich Gastronomie um +11,5% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Ebenso erzielte die BHB Zuwächse im Vertriebs-Segment Handel national in Höhe von 6,6%. Den größten Absatzanstieg erzielte das Unternehmen im Exportgeschäft, in dem, nach dem Auslaufen der pandemiebedingten Einschränkungen, ein Zuwachs in Höhe von + 27,6% erreicht worden ist. Das dynamische Wachstum im Exportgeschäft ist letztlich als wichtiger Wachstumstreiber für die zukünftige Absatz- und Umsatzentwicklung zu betrachten.

Zwar reduzierten sich sowohl das EBITDA auf 0,99 Mio. € (VJ: 1,02 Mio. €) als auch das EBIT auf 0,23 Mio. € (VJ: 0,27 Mio. €) jeweils leicht, jedoch wurden im Vorjahreszeitraum in den sonstigen betrieblichen Erträgen die Corona-Überbrückungshilfe III in Höhe von 0,17 Mio. € verbucht. Bereinigt um den positiven Sondereffekt im Vorjahr hätte die BHB im ersten Halbjahr 2022 lediglich ein EBITDA in Höhe von 0,85 Mio. € beziehungsweise ein EBIT in Höhe von 0,10 Mio. € erwirtschaftet und demzufolge hätte die BHB zum Halbjahr 2023 sowohl das EBITDA als auch das EBIT im Vergleich zum Vorjahreszeitraum verbessert.

Prognosen 2023e – 2025e

GuV (in Mio. €)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)	GJ 25e (alt)	GJ 25e (neu)
Umsatzerlöse	17,80	18,90	18,51	19,28	19,25	19,66
EBITDA	2,19	2,17	2,31	2,31	2,40	2,40
EBIT	0,54	0,52	0,62	0,62	0,73	0,73
Jahresüberschuss	0,36	0,35	0,45	0,45	0,49	0,49

Quelle: GBC AG

Im Zuge der Veröffentlichung des Halbjahresberichtes 2023 hat das BHB-Management die Guidance für das Gesamtjahr 2023 bestätigt und ist positiv für den weiteren Geschäftsverlauf 2023 gestimmt. Der Vorstand erwartet demnach unverändert einen Gesamt-Getränkeabsatz von rund 201 tHl, mit einer Prognosebandbreite von +10%/-10% sowie Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 17,8 Mio. €, mit einer Bandbreite von +10%/-10%. Das BHB-Management betont aber, dass die Absatz- und Umsatzentwicklung zum Halbjahr 2023 am oberen Ende der Unternehmensguidance liegen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Umsatzbeitrag gemäß historischer Umsatzverteilung, aufgrund der warmen Sommermonate und der im zweiten Halbjahr stattfindenden größeren Anzahl an Veranstaltungen, im zweiten Halbjahr traditionell höher ausfällt. In den letzten fünf Geschäftsjahren lag der Umsatzanteil des zweiten Halbjahres bei 53,8 %.

Mit Blick auf die positive operative Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2023 ist das Erreichen der oberen Prognosebandbreite realistisch. Vor diesem Hintergrund passen wir unseren Prognosen nach oben an. Wir erwarten nun für das laufende Geschäftsjahr 2023 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 18,90 Mio. € (GBC alt: 17,80 Mio. €) und gehen davon aus, dass die Gesellschaft damit im laufenden Geschäftsjahr 2023 erstmals wieder auf das Brutto-Umsatz-Niveau vor der Corona-Pandemie zurückkehren wird. Aufgrund der höheren Umsatzbasis heben wir unsere Umsatzprognosen auch für die kommenden beiden Geschäftsjahre auf 19,28 Mio. € (GBC alt: 18,51 Mio. €) für das Jahr 2024 sowie auf 19,66 Mio. € (GBC alt: 19,25 Mio. €) für das Jahr 2025 an. Unsere Ergebnisprognosen bleiben indes unverändert. Hier berücksichtigen wir die allgemein gestiegenen Preisniveaus, die gegenüber unseren bisherigen Schätzungen mit einer leicht rückläufigen Rohmarge einhergehen.

Aufgrund unseren weitestgehend unveränderten Ergebnisschätzungen bleibt das Ergebnis unseres DCF-Bewertungsmodells ebenfalls unverändert. Wir nehmen dennoch eine Anhebung unseres Kursziels auf 3,51 € (bisher: 3,40 €) vor, was ausschließlich dem so genannten Roll-Over-Effekt zu verdanken ist. Dabei findet eine Verschiebung des Kurszielhorizonts auf den 31.12.2024 (bisher: 31.12.2023) statt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 2,88 € je Aktie vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.

Bewertung

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 2026 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 10,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,00% (bisher: 2,00 %).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,91 % (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: 6,91 %).

Bewertungsergebnis

Der turnusmäßige Roll-Over-Effekt und die damit verbundene neue Kurszielbasis 31.12.2024 (bisher: 31.12.2023) hat einen kurszielerhöhenden Effekt. Daher heben wir das Kursziel auf 3,51 € (bisher: 3,40 €) an.

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	16,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	18,90	19,28	19,66	19,96	20,26	20,56	20,87	21,18	
US Veränderung	13,5%	2,0%	2,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	3,10	3,29	3,48	3,71	3,82	3,99	4,09	4,19	
EBITDA	2,22	2,31	2,40	2,10	2,13	2,16	2,19	2,22	
EBITDA-Marge	11,8%	12,0%	12,2%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	
EBITA	0,57	0,62	0,73	0,42	0,54	0,59	0,67	0,71	
EBITA-Marge	3,0%	3,2%	3,7%	2,1%	2,6%	2,9%	3,2%	3,4%	3,5%
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,20	-0,23	-0,13	-0,17	-0,18	-0,21	-0,22	
zu EBITA	37,6%	32,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	0,36	0,42	0,50	0,29	0,37	0,41	0,46	0,49	
Kapitalrendite	4,1%	4,8%	5,7%	3,3%	4,3%	4,7%	5,4%	5,8%	6,0%
Working Capital (WC)	2,70	2,90	3,20	3,25	3,30	3,35	3,40	3,45	
WC zu Umsatz	14,3%	15,0%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	
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	5,30	5,15	5,10	5,05	
AFA auf OAV	-1,65	-1,68	-1,67	-1,67	-1,59	-1,57	-1,53	-1,51	
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	-1,52	-1,42	-1,48	-1,46	
Investiertes Kapital	8,80	8,77	8,84	8,62	8,60	8,50	8,50	8,50	
EBITDA	2,22	2,31	2,40	2,10	2,13	2,16	2,19	2,22	
Steuern auf EBITA	-0,22	-0,20	-0,23	-0,13	-0,17	-0,18	-0,21	-0,22	
Investitionen gesamt	-1,64	-1,65	-1,75	-1,45	-1,57	-1,47	-1,53	-1,51	
Investitionen in OAV	-1,45	-1,45	-1,45	-1,40	-1,52	-1,42	-1,48	-1,46	
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	0,37	0,46	0,42	0,52	0,39	0,51	0,46	0,49	7,10

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,95	6,97
Barwert expliziter FCFs	2,50	2,22
Barwert des Continuing Value	4,45	4,76
Nettoschulden (Net debt)	-3,60	-3,91
Wert des Eigenkapitals	10,55	10,88
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,55	10,88
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,40	3,51

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%	3,56	3,45	3,34	3,25	3,16
5,8%	3,66	3,54	3,43	3,33	3,24
6,0%	3,76	3,63	3,51	3,41	3,31
6,3%	3,86	3,72	3,59	3,48	3,39
6,5%	3,96	3,81	3,68	3,56	3,46

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 Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Schaffer, 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



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