

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

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 3,65 €**  
**(bisher: 3,50 €)**

Aktueller Kurs: 2,60 EUR  
16.08.2024 / MCH 08:02 Uhr

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6  
WKN: A1CRQD  
Börsenkürzel: B9B  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,10  
Marketcap<sup>3</sup>: 7,56  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 6,80  
<sup>3</sup>in 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:  
19.08.2024 (09:00 Uhr)

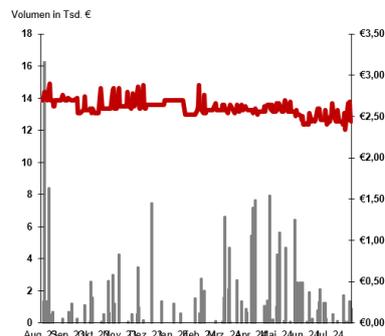
Datum (Uhrzeit) erste  
Veröffentlichung: 19.08.2024  
(10:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis  
max. 31.12.2025

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 6

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum  
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke  
Mitarbeiter: 72,3 (Stand 30.06.2024)  
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	31.12.2023	31.12.2024e	30.12.2025e	30.12.2026e
Umsatz	18,83	19,36	19,90	20,46
EBITDA	2,10	2,34	2,42	2,52
EBIT	0,41	0,53	0,57	0,65
Jahresüberschuss	0,24	0,36	0,39	0,46

Kennzahlen in EUR	31.12.2023	31.12.2024e	30.12.2025e	30.12.2026e
Gewinn je Aktie	0,08	0,12	0,13	0,15
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,07	0,08

Kennzahlen	31.12.2023	31.12.2024e	30.12.2025e	30.12.2026e
EV/Umsatz	0,36	0,35	0,34	0,33
EV/EBITDA	3,24	2,91	2,81	2,70
EV/EBIT	0,41	0,53	0,57	0,65
KGV	31,52	21,01	19,39	16,44
KBV	0,68			

### Finanztermine

-

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

16.05.2024: RS / 3,50 / KAUFEN

16.08.2023: RS / 3,51 / KAUFEN

10.05.2023: RS / 3,40 / KAUFEN

04.07.2022: RS / 3,90 / 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

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 2024: Negative Sondereinflüsse führen zum Rückgang des Gesamtgetränkeabsatzes; Prognose bestätigt und positiver Geschäftsausblick für die zweite Jahreshälfte

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2022	1. HJ 2023	1. HJ 2024
Umsatzerlöse	7,60	9,00	8,72
EBITDA	1,02	0,99	0,89
EBIT	0,27	0,23	0,03

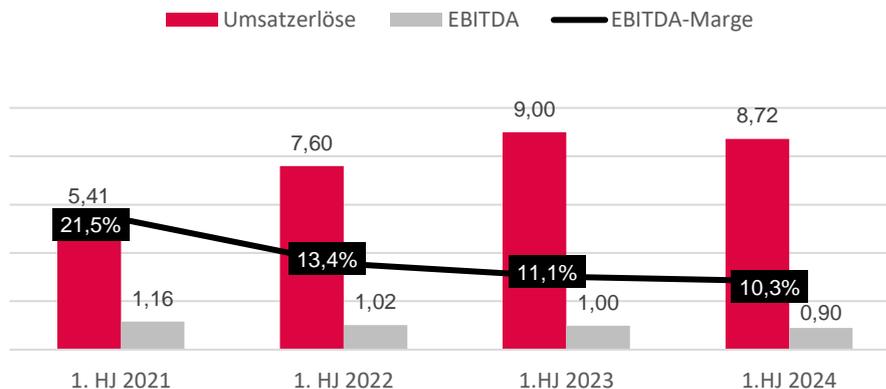
Quelle: BHB, GBC

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung 1.HJ 2023

Gemäß dem kürzlich veröffentlichten Halbjahresbericht 2024 hat die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (im Folgenden: BHB) das erste Geschäftshalbjahr unter den Erwartungen abgeschlossen. So sank der Gesamtgetränkeabsatz, der die Eigenproduktion und den Absatz im Handelsgeschäft enthält um 7,3 % auf 96 tHl (Vorjahr: 104 tHl). Analog zum Absatzrückgang verringerte sich der Bruttoumsatz um 3,1 % auf 8,72 Mio. € (Vorjahr 9,00 Mio. €).

Diese rückläufige operative Geschäftsentwicklung ist im Wesentlichen auf negative Sondereffekte zurückzuführen. Einerseits liegt ein gedämpftes Konsumklima vor, das sich branchenspezifisch negativ auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt hat. Zum anderen führte ein exogener Effekt im Zusammenhang mit der Hochwasserkatastrophe im Hauptabsatzgebiet Bayern im Juni zu Absatz- und Umsatzeinbußen. Dies durch die Schließung von Gastronomiebetrieben sowie Getränkemärkten, die teilweise bis heute geschlossen sind. Dieser nicht planbare Umstand konnte nicht kompensiert werden und führte letztlich zu Absatz- und Umsatzeinbußen, insbesondere im Bereich des Handels sowie der Gastronomie.

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



Quelle: BHB, GBC

Neben dem niedrigeren Umsatzvolumen belasten die weiterhin hohen Beschaffungs- und Produktionskosten, getrieben durch hohe Energie- und Beschaffungspreise der Inputstoffe, das EBITDA. Konkret erwirtschaftet die BHB zum Halbjahr ein EBITDA in Höhe von 0,89 Mio. € (Vorjahr: 1,00 Mio. €), was einem Rückgang von 11,0% entspricht. Insgesamt ist es dem Unternehmen dennoch gelungen, trotz weiterhin schwieriger Rahmenbedingungen, ein positives Halbjahresergebnis in Höhe von 0,05 Mio. € (Vorjahr: 0,18 Mio. €) zu erzielen.

## Prognosen 2024e – 2026e

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse (Brutto, inkl. Biersteuer)	18,83	19,36	19,90	20,46
EBITDA	2,10	2,34	2,42	2,52
EBITDA-Marge	11,2%	12,1%	12,2%	12,3%
EBIT	0,44	0,53	0,57	0,65
EBIT-Marge	2,2%	2,7%	2,9%	3,2%
Jahresüberschuss	0,24	0,36	0,39	0,46

Quelle: GBC AG

Die Geschäftsführung der BHB hat im Rahmen der Veröffentlichung des Halbjahresberichts 2024 die Guidance für das Gesamtjahr 2024 bestätigt und ist für den weiteren Geschäftsverlauf 2024 positiv gestimmt. Für das Geschäftsjahr 2024 erwartet die BHB, unter Berücksichtigung eines weiterhin herausfordernden Branchen- und Marktumfelds, unverändert einen Gesamtabsatz von 210 thl. Weiterhin geht der Vorstand von einem Bruttoumsatz in Höhe von 19,10 Mio. € aus. Bereinigt um die Biersteuer in Höhe von 0,7 Mio. € wird ein Nettoumsatz von 18,4 Mio. € erwartet, hier verbunden mit einer Prognosebandbreite von +5%/ -5%. In absoluten Zahlen übersetzt, plant das Unternehmen damit weiterhin mit einem Gesamtumsatz zwischen 18,15 Mio. € und 20,06 Mio. €.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Umsatzbeitrag gemäß der historischen Umsatzverteilung aufgrund der warmen Sommermonate und der Vielzahl an Veranstaltungen wie Volksfeste, Brauereifeste sowie Sommerfeste im zweiten Halbjahr traditionell höher ist als im ersten Halbjahr. In den letzten fünf Geschäftsjahren lag der Umsatzanteil des zweiten Halbjahres bei knapp 54,0 %.

Trotz der durch die negativen Sondereffekte bedingten Absatz- und Umsatzdelle im ersten Halbjahr bestätigen wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen (siehe Annotastudie vom 16.05.2024) und gehen dementsprechend von einer Belebung der Geschäftsentwicklung im zweiten Halbjahr aus. Als entscheidenden Wachstumshebel im zweiten Halbjahr unterstellen wir ein starkes Exportgeschäft. Insbesondere die Exportmärkte Italien und Rumänien zählen zu den Fokus- und Wachstumsmärkten der BHB. Zudem gehen wir davon aus, dass die Konsumlaune, getrieben durch das gute Wetter und die Urlaubszeit ,in Verbindung mit Freizeitaktivitäten und Festen, steigen wird und letztlich der Gesamtgetränkeabsatz deutlich gesteigert werden kann.

Analog zur Umsatzguidance des Unternehmens erwarten wir für 2024 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 19,36 Mio. €. Auch für die folgenden Geschäftsjahre gehen wir von steigenden Umsatzerlösen aus. Dies basiert auf einem erwarteten Anstieg des Gesamtgetränkeabsatzes, in Verbindung mit einem vorteilhaften Produkt-Preis-Mix und Absatzzuwächsen in allen Vertriebskanälen. Wir erwarten für die Geschäftsjahre 2025 und 2026 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 19,90 Mio. € bzw. 20,46 Mio. € und gehen damit von einem Umsatzwachstum von jeweils +2,8 % aus. Wir bestätigen auch unsere Ergebnisschätzungen und erwarten eine tendenzielle Steigerung der EBITDA-Marge, die innerhalb der Unternehmens-Guidance liegt.

**Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir eine leichte Kurszielsteigerung auf 3,65 € (bisher: 3,50 €) ermittelt. Dies ist, bei sonst unveränderten Prognosen, ausschließlich auf den Roll-Over-Effekt zurückzuführen, welcher mit einer Verschiebung des Kurszielhorizonts auf den 31.12.2025 (bisher: 31.12.2024) zusammenhängt. Wir vergeben wir weiterhin das Rating KAUFEN.**

## **Bewertung**

### **Modellannahmen**

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0 % (bisher: 12,00 %) 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 2,0 %.

### **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 2,50% (bislang: 2,50 %).

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 7,41 % (bisher: 7,41 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,41 % (bisher: 7,41 %).

### **Bewertungsergebnis**

Der turnusmäßige Roll-Over-Effekt und die damit verbundene neue Kurszielbasis 31.12.2025 (bisher: 31.12.2024) hat einen kurszielerhöhenden Effekt auf 3,65 € (bisher: 3,50 €).

## DCF-MODELL

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	15,4%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	19,36	19,90	20,46	20,97	21,49	22,03	22,58	23,14	2,0%
US Veränderung	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
US zu operativen Anlagevermögen	2,77	2,88	2,99	3,16	3,32	3,46	3,60	3,73	4,0%
EBITDA	2,34	2,42	2,52	2,52	2,58	2,64	2,71	2,78	
EBITDA-Marge	12,1%	12,2%	12,3%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	31,0%
EBITA	0,53	0,57	0,65	0,80	0,92	1,02	1,12	1,21	
EBITA-Marge	2,7%	2,9%	3,2%	3,8%	4,3%	4,6%	5,0%	5,2%	6,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,17	-0,18	-0,20	-0,25	-0,29	-0,32	-0,35	-0,38	
EBI (NOPLAT)	0,36	0,39	0,45	0,55	0,63	0,71	0,77	0,83	8,43
Kapitalrendite	3,7%	3,9%	4,5%	5,5%	6,4%	7,2%	7,9%	8,6%	
Working Capital (WC)	2,95	3,10	3,15	3,23	3,31	3,39	3,48	3,56	8,43
WC zu Umsatz	15,2%	15,6%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	
Investitionen in WC	-0,16	-0,15	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	8,43
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,99	6,90	6,85	6,64	6,48	6,36	6,27	6,20	
AFA auf OAV	-1,81	-1,84	-1,86	-1,71	-1,66	-1,62	-1,59	-1,57	8,43
AFA zu OAV	25,9%	26,7%	27,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in OAV	-1,81	-1,75	-1,81	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	8,43
Investiertes Kapital	9,94	10,00	10,00	9,87	9,79	9,75	9,75	9,77	
EBITDA	2,34	2,42	2,52	2,52	2,58	2,64	2,71	2,78	8,43
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,20	-0,25	-0,29	-0,32	-0,35	-0,38	
Investitionen gesamt	-1,97	-1,90	-1,86	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58	-1,59	8,43
Investitionen in OAV	-1,81	-1,75	-1,81	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,16	-0,15	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	8,43
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,20	0,33	0,45	0,69	0,71	0,74	0,78	0,82	

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	8,42	8,71
Barwert expliziter FCFs	3,31	3,22
Barwert des Continuing Value	5,11	5,49
Nettoschulden (Net debt)	-2,44	-2,59
Wert des Eigenkapitals	10,87	11,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,87	11,31
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,50	<b>3,65</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	7,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
6,2%	3,72	3,58	3,46	3,35	3,25
6,4%	3,83	3,68	3,55	3,44	3,34
6,7%	3,94	3,78	<b>3,65</b>	3,53	3,42
6,9%	4,05	3,89	3,74	3,62	3,50
7,2%	4,16	3,99	3,84	3,70	3,58

## 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:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

<https://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, M.Sc., 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)