



Researchstudie (Anno)

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



Zuverlässiger und nachhaltiger Dividendenwert

-

Wachstum über Verdichtung des Vertriebsnetz und über den weiteren Export geplant

Kursziel: 3,80 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 09.05.2019 (18:00 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 13.05.2019 (09:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,80 €
(bisher: 3,80 €)

Aktueller Kurs: 3,00
09.05.2019 / MCH 08:00

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,10

Marketcap³: 9,30

Enterprise Value³: 8,68

³in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 53,60 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

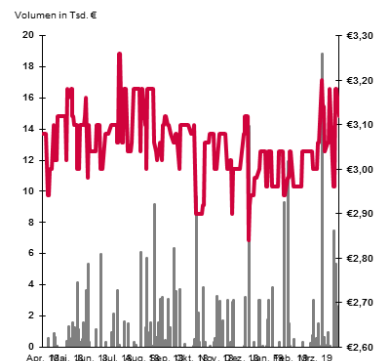
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 81,5

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	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz (brutto)	17,27	17,67	17,80	17,92
EBITDA	2,00	1,98	1,97	1,97
EBIT	0,40	0,40	0,42	0,47
Jahresüberschuss	0,24	0,22	0,27	0,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,08	0,07	0,09	0,10
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,06	0,06

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,50	0,49	0,49	0,48
EV/EBITDA	4,34	4,39	4,40	4,41
EV/EBIT	21,85	21,82	20,63	18,51
KGV	39,24	42,59	35,01	31,07
KBV		0,86		

Finanztermine

05.07.2019: Hauptversammlung

18.07.2019: m:access Konferenz

06.08.2019: Halbjahresbericht 2019

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

09.08.2018: RS / 3,80 / KAUFEN

03.07.2018: RS / 3,80 / KAUFEN

14.05.2018: RS / 3,80 / KAUFEN

09.08.2017: RS / 3,65 / KAUFEN

25.04.2017: RS / 3,65 / KAUFEN

24.02.2017: RS / 3,75 / KAUFEN

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

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

EXECUTIVE SUMMARY

- Der Umsatz wurde im Geschäftsjahr 2018 um 2,3% auf 17,67 Mio. € gesteigert (VJ: 17,27 Mio. €). Die BHB konnte sich abermals im Markt gut behaupten. So konnte der Gesamtgetränkeabsatz um 5,4% auf 225,60 tHl (VJ: 214,10 tHl) gesteigert werden. Absatzfördernd wirkten sich der heiße und langanhaltende Sommer sowie die Akquisitionserfolge der BHB aus. Im Sommer 2018 steigerte die BHB sogar den Personaleinsatz, um den hohen Produktionsbedarf umsetzen zu können. Weiterhin konnte Rumänien als neues Absatzland gewonnen werden, was sich ebenfalls absatzsteigernd auswirkte.
- Ergebnisseitig wurde mit einem EBITDA in Höhe von 1,98 Mio. € das Vorjahresniveau gehalten (VJ: 2,00 Mio. €). Trotz der hohen Kostendisziplin des Unternehmens stiegen die Personalkosten bedingt durch die Tarifverträge und den zusätzlichen Personaleinsatz im Sommer leicht überproportional an. Durch Abschreibungen auf Finanzanlagen wurde das Nettoergebnis leicht belastet und der Konzernüberschuss belief sich auf 0,22 Mio. € (VJ: 0,24 Mio. €). Mit einem Ergebnis in Höhe von 0,07 € pro Aktie sollte somit die übliche Dividende in Höhe von 0,06 € weiterhin gesichert sein.
- Das Unternehmen erwartet für das Geschäftsjahr 2019 Umsatzerlöse in Höhe von 17,80 Mio. € bei einer EBIT-Marge von 2,3% bis 2,7%. Wir erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 17,80 Mio. € im Jahr 2019 und 17,92 Mio. € in 2020. Maßgebliche Umsatzsteigerungen sollten insbesondere durch die Verdichtung des Vertriebsgebiets erzielt werden können. Durch diese Maßnahme könnten weitere Kunden im bestehenden Vertriebsgebiet adressiert werden, was zu unterproportionalen Steigerungen der Logistikkosten bei parallel steigenden Umsätzen führen sollte. Weiterhin sehen wir gutes Wachstumspotenzial im Ausland. So erhöhte die BHB ihre Italienische Beteiligung von 40% auf 50%, was dafür spricht, dass auch das Management der BHB hier weitere Wachstumsmöglichkeiten sieht. Darüber hinaus wurde im Geschäftsjahr 2018 Rumänien erschlossen. Dieser relativ junge Exportmarkt für die BHB sollte noch am Anfang der Entwicklung stehen und weiteres Potenzial bergen. Durch die Maßnahmen und die Skaleneffekte der Verdichtung des Vertriebsnetzes erwarten wir eine sukzessive Steigerung der EBIT-Marge. Wir erwarten ein EBIT in Höhe von 0,42 Mio. € im Geschäftsjahr 2019 sowie ein EBIT von 0,47 Mio. € im Jahr 2020.
- **Insgesamt kann die BHB sich sehr gut im herausfordernden Biermarkt behaupten und stetig wachsen. Durch die Wachstumsmöglichkeiten mit den möglichen Skaleneffekten gehen wir von einer sukzessiven Ergebnisverbesserung aus. Der leicht konservativere Ausblick der Geschäftsführung wird durch den risikolosen Zinssatz im Bewertungsmodell kompensiert und daher bestätigen wir das Kursziel von 3,80 € je Aktie (bisher: 3,80 €) und vergeben das Rating: Kaufen.**

INHALTSVERZEICHNIS

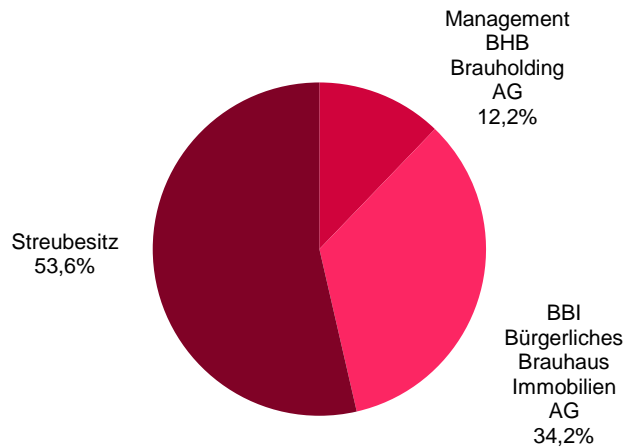
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markenportfolio	4
Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung & Prognose	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2018	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	12
Prognose und Modellannahmen	13
Umsatzprognosen	13
Ergebnisprognosen	14
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

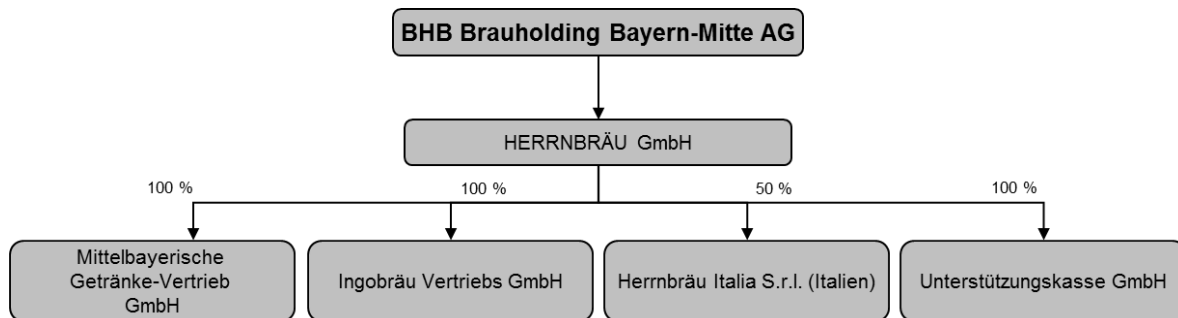
Aktionärsstruktur

Aktionär	Anteil
Management BHB Brauholding AG	12,20%
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	34,20%
Streubesitz	53,60%

Quelle: BHB, GBC



Konsolidierungskreis



Quelle: BHB, GBC

Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC

Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition

Das Unternehmen mit dem Sitz in Ingolstadt produziert Premiumpiere 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 Daniel Brauerei 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 fusionierten die Actienbrauerei Ingolstadt mit dem Bürgerlichen Brauhaus Ingolstadt. Heutzutage fokussiert sich der traditionelle bayerische Bierspezialist insbesondere auf Weißbierspezialitäten. Mit Bernadett Brunnen bietet Herrnbräu auch ein breites Sortiment alkoholfreier Getränke an. Seit Juni 1997 ist das mehrere tausend Jahre alte Quellwasser aus tiefem Juragestein als Mineralwasser anerkannt und bildet die Grundlage der Bernadett Brunnen Erfrischungsgetränke.

Als spezialisierte Brauerei setzt die BHB auf die beste Qualität in den Produkten. Als oberster Maßstab zählt hierbei die Zufriedenheit der Konsumenten. Für die Bierspezialitäten 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.



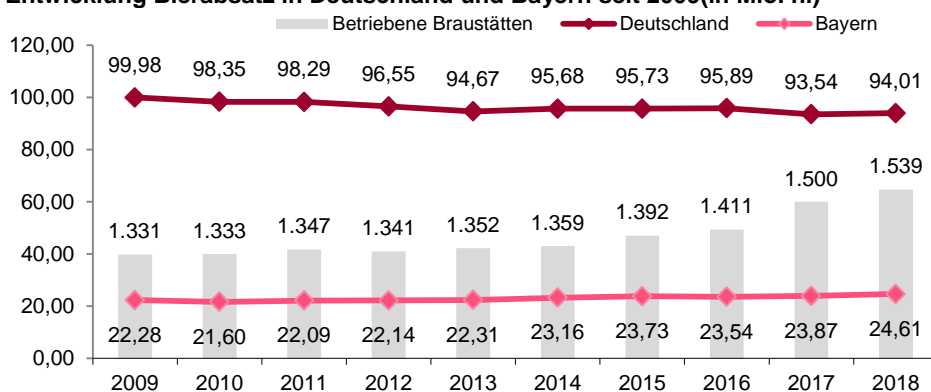
Quelle: Herrnbräu: Braumeister Josef Pfaller, Herrnbräu Weißbierkönigin Patricia Lutz und Herrnbräu Geschäftsführer Gerhard Bonschab (v.l.) bei der Auszeichnung

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

MARKT UND MARKTUMFELD

Im Jahr 2018 verkauften die deutschen Brauereien und Bierlager insgesamt rund 94,01 Millionen Hektoliter Bier. Laut dem Statistischen Bundesamt stieg der Bierabsatz gegenüber dem Vorjahr um 0,5% bzw. 0,5 Mio. Hektoliter an. Somit setzte eine Gegenbewegung zum langfristigen Trend ein. Der Grund für die Gegenbewegung könnte der heiße und langanhaltende Sommer und der damit gesteigerte Bierkonsum sein. Auf 10-Jahresbasis wurde ein Rückgang des Bierabsatzes in Höhe von 6,0% verzeichnet. Hintergrund dieser Entwicklung ist vornehmlich der demografische Wandel sowie das sozioökonomische Konsumverhalten. Konträr hierzu steigt der Bierkonsum in Bayern kontinuierlich an. Im Vergleich wurde nach 10 Jahren eine Steigerung des Bierabsatzes in Höhe von 10,5% erzielt und auch im Jahr 2018 konnte eine Steigerung um 3,1% auf 24,61 Mio. hl (VJ: 23,87 Mio. hl) verzeichnet werden. An dieser positiven lokalen Entwicklung sollte auch die BHB Brauholding partizipieren können, da das Vertriebsnetz insbesondere in Bayern äußerst engmaschig ist.

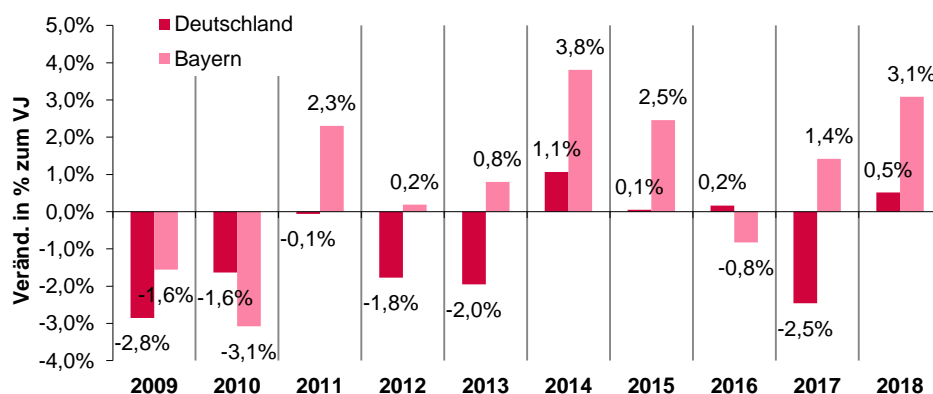
Entwicklung Bierabsatz in Deutschland und Bayern seit 2009(in Mio. hl)



Quelle: Statistisches Bundesamt

Trotz des rückläufigen Bierkonsums der letzten Jahre nimmt die Zahl der deutschen Brauereien zu. Hintergrund ist die steigende Zahl von kleinen und mittleren Brauereien, welche vornehmlich Craft Bier und regionale Spezialitäten produzieren. So stieg die Anzahl der betriebenen Braustätten um 2,6% auf 1.539 (VJ: 1.500) und erreichte im 10-Jahresvergleich eine deutliche Steigerung um 15,6%. Wir gehen davon aus, dass diese Entwicklung insbesondere durch die Nachfrage getrieben wird und dass Konsumenten zunehmend lokale Bierspezialitäten bevorzugen. Die BHB Brauholding mit ihren Bierspezialitäten sollte somit den Geschmack der aktuellen Konsumlandschaft treffen und von diesem Trend profitieren können.

Absatz von Bier relativ zum Vorjahr



Quelle: Statistisches Bundesamt

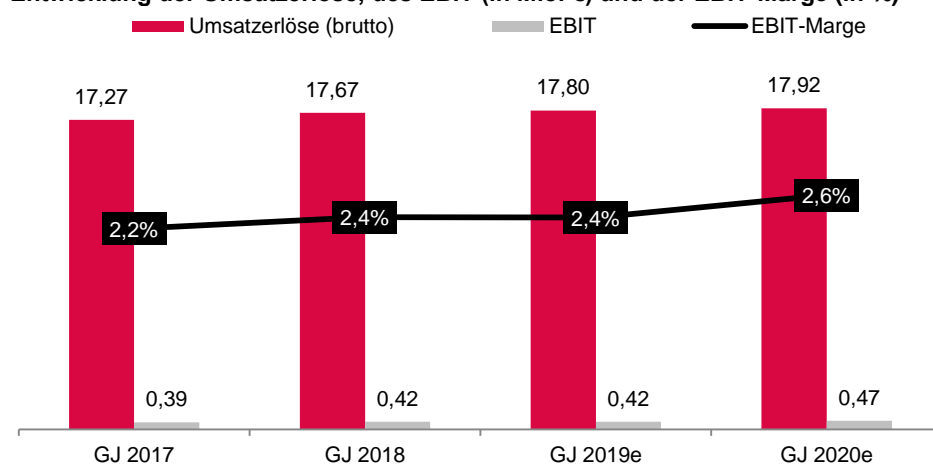
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse (brutto)	17,27	17,67	17,80	17,92
Biersteuer	-0,76	-0,79	-0,80	-0,81
Umsatzerlöse (netto)	16,51	16,88	17,00	17,12
Bestandsveränderung	-0,02	-0,03	0,00	0,00
Aktivierete Eigenleistungen	0,00	0,03	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,03	0,01	0,00	0,00
Materialaufwand	-6,21	-6,37	-6,41	-6,45
Rohergebnis	10,31	10,52	10,59	10,67
Personalaufwand	-5,05	-5,26	-5,37	-5,47
Abschreibungen	-1,60	-1,58	-1,55	-1,50
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,23	-3,21	-3,20	-3,17
Betriebsergebnis	0,44	0,47	0,47	0,52
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,05	0,06	0,03	0,03
Zinserträge	0,00	0,00	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,04	-0,08	-0,03	-0,03
Zinsaufwendungen	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,14	-0,16	-0,14	-0,15
sonstige Steuern	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05
Jahresüberschuss	0,24	0,22	0,27	0,30
Umsatzerlöse (brutto)	17,27	17,67	17,80	17,92
EBITDA	1,99	2,00	1,97	1,97
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,0%</i>
EBIT	0,39	0,42	0,42	0,47
<i>EBIT-Marge</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,6%</i>
Nettoergebnis	0,24	0,22	0,27	0,30
<i>Netto-Marge</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,7%</i>

Quelle: GBC

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



Quelle: BHB, GBC

Geschäftsentwicklung 2018

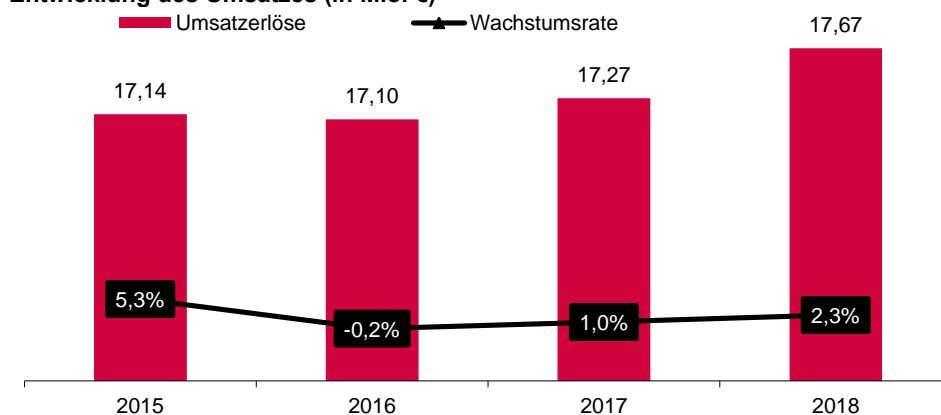
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	17,10	17,27	17,67
EBITDA	1,85	2,00	1,98
EBITDA-Marge	10,8%	11,6%	11,2%
EBIT	0,396	0,397	0,398
EBIT-Marge	2,3%	2,3%	2,3%
Jahresüberschuss	0,21	0,24	0,22
EPS in €	0,07	0,08	0,07

Quelle: BHB, GBC

Umsatzentwicklung

Die Brutto-Umsatzerlöse konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 um 2,3% auf 17,67 Mio. € (VJ: 17,27 Mio. €) gesteigert werden. Vor dem Hintergrund des wettbewerbsintensiven Marktumfelds ist dies als gute Leistung einzustufen.

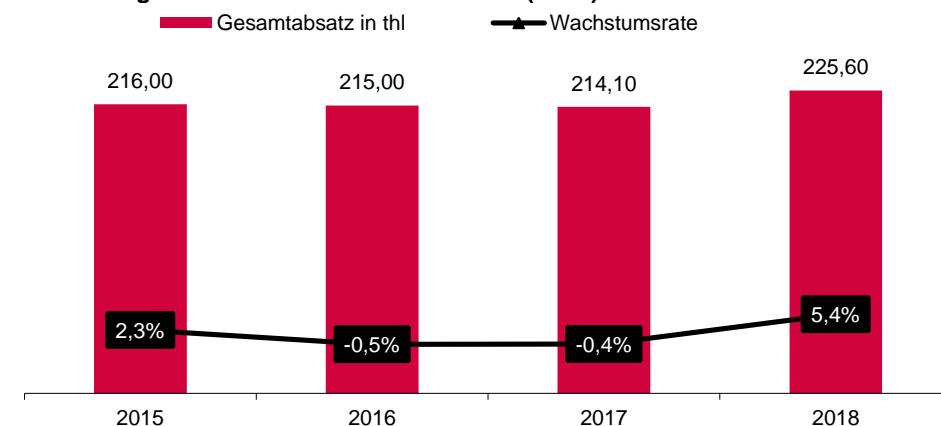
Entwicklung des Umsatzes (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Der Bierkonsum ist in Deutschland seit Jahren rückläufig und dies führt zu einer stetigen Marktkonsolidierung mit zunehmenden Preiskämpfen. Gegenläufig hierzu profitieren die Brauereien, sofern es zu sehr heißen und langen Sommertagen kommt und weitere Kundenakquisitionserfolge verbucht werden können.

Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in thl)



Quelle: BHB, GBC

Die BHB Brauholding profitiert weiterhin von dem guten Produktsortiment und wächst kontinuierlich entgegen des deutschen Bierkonsumtrends. So stieg der Gesamt-Getränkeabsatz um 5,4% auf 225,6 thl (VJ: 214,1 thl) und das selbstproduzierte Bier

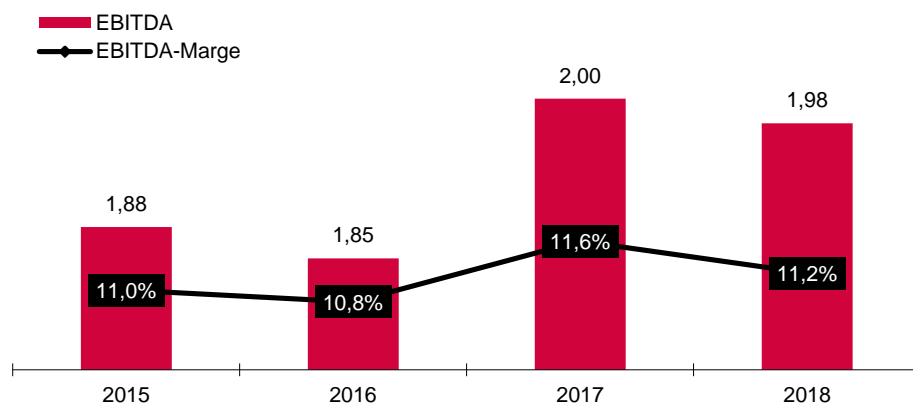
erhöhte sich um 9,0%. Besonders dynamisch entwickelte sich der Bereich Handel national, welcher sich um 12,9% erhöhte. Weiterhin wird auch die Exportstrategie weiter verfolgt und erhöhte sich die Exportabsätze um 0,3%.

Neben Polen und Italien exportiert die BHB Brauholding nun auch nach Rumänien und hat somit einen neuen Markt erschlossen. Insgesamt konnte der Absatz auch durch die heißen Sommertage erhöht werden, in dem die Produktionen durch den Einsatz weiterer Personalschichten nochmals ein höheres Niveau erreichten. Wir gehen davon aus, dass die BHB Brauholding insbesondere durch die hohe Qualität der Produkte einen hohen Zuspruch bei den Konsumenten erfährt und dies zeigt sich auch in dem neuen Exportland Rumänien. So ist besonders die Nachfrage nach Spezialitäten hoch. Die hohe Qualität der Biere spiegelt sich in den zahlreichen Auszeichnungen der Biere wider, welche die BHB Brauholding jedes Jahr gewinnt, wie auch im Jahr 2018.

Ergebnisentwicklung

Ergebnisseitig konnte ein gutes Resultat erzielt werden, mit einem EBITDA auf Vorjahresniveau. Das EBITDA blieb mit 1,98 Mio. € (2018) nach 2,00 (2017) im Vorjahr konstant. Entsprechend reduzierte sich die Marge von aber leicht 11,6% auf 11,2%.

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

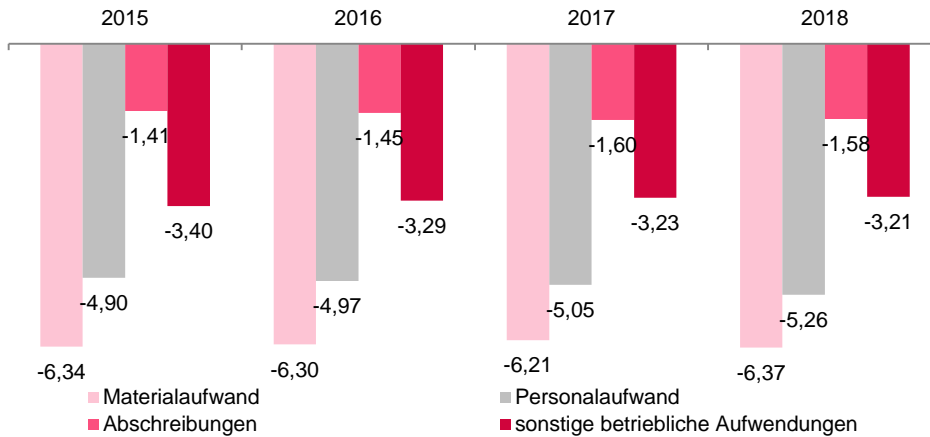


Quelle: BHB, GBC

Das gute Ergebnis ist vornehmlich auf die gute Kostenstruktur des Unternehmens zurückzuführen. So konnten nahezu alle Kosten stabil gehalten werden. Der Materialaufwand (relativ zum Gesamtabsatz in tH) konnte gegenüber dem Vorjahr nochmals verbessert werden und belief sich auf 2,8% (VJ: 2,9%). Die Abschreibungen waren erwartungsgemäß leicht rückläufig auf 1,58 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €). Trotz der Absatzsteigerung waren auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen leicht rückläufig und beliefen sich auf 3,12 Mio. € (VJ: 3,23 Mio. €).

Einzig der Personalaufwand stieg stark um 4,2% auf 5,26 Mio. € (VJ: 5,05 Mio. €) an. Für diesen Kostenanstieg waren zwei Faktoren verantwortlich, zum einen wurden die jährlichen Entgelte der Tarifverträge erhöht (Brauertarifvertrags +2,5%; Tarifverträge in der Erfrischungsgetränkeindustrie +3,0%) und zum anderen war im heißen und langen Sommer ein höherer Personalbedarf entstanden, um die zusätzliche Produktion zu gewährleisten. Dieser zusätzliche Personaleinsatz im Bereich der Produktion und Abfüllung führte zu leichten Kostensteigerungen. Durch die gute Kostenoptimierung und die Umsatzsteigerungen wurde der zusätzliche Personalaufwand jedoch kompensiert, was zu einem EBIT auf Vorjahresniveau führte. Das EBIT belief sich auf 0,40 Mio. € (VJ: 0,40 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 2,3% entspricht (VJ: 2,3%).

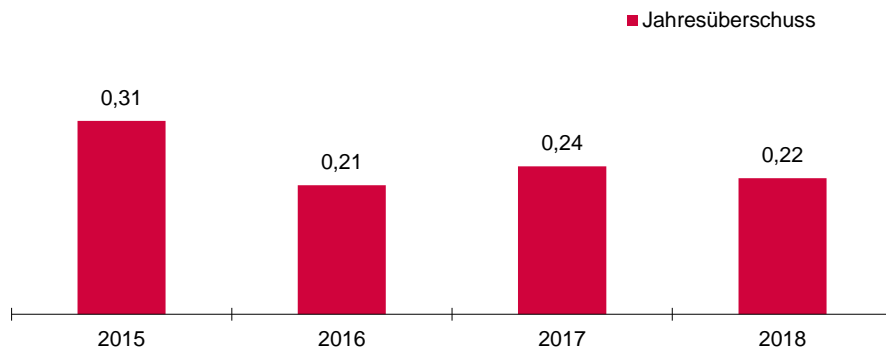
Entwicklung der wesentlichen Kostenpositionen (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Durch eine Abschreibung auf Finanzanlagen belief sich das Finanzergebnis auf -0,04 Mio. € (VJ: -0,01 Mio. €). Nach Steuern wurde damit im Geschäftsjahr 2018 ein Konzernüberschuss in Höhe von 0,22 Mio. € (VJ: 0,24 Mio. €) erzielt, was 0,07 € pro Aktie entspricht. Somit sollte wieder ein Dividendenvorschlag in Höhe von 0,06 € auf der Hauptversammlung zum Beschluss kommen.

Entwicklung des Jahresüberschusses (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

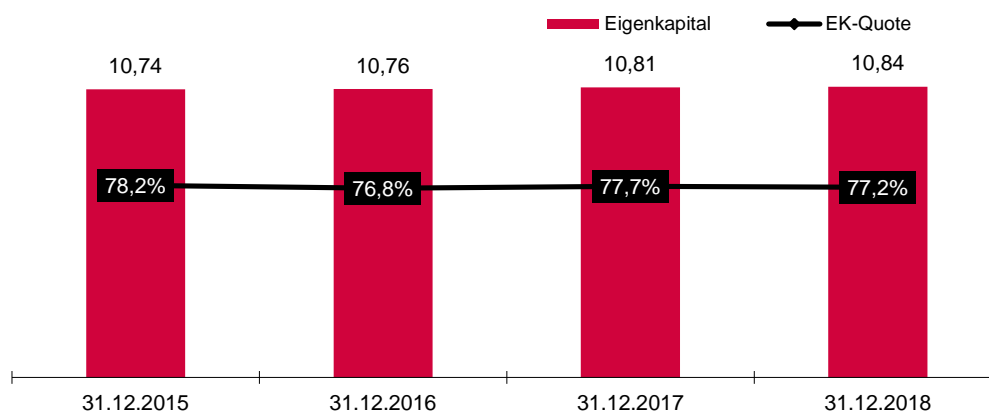
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	10,76	10,81	10,84
EK-Quote (in %)	76,8%	77,7%	77,2%
Operatives Anlagevermögen	6,62	6,53	6,72
Working Capital	0,75	1,44	0,98
Finanzverbindlichkeiten	0,33	0,51	0,43
Cashflow (Operative)	1,77	1,15	2,31
Cashflow (Investitionen)	-1,72	-1,14	-2,02
Cashflow (Finanzierung)	-0,25	-0,03	-0,29

Quelle: BHB, GBC

Das Eigenkapital war zum 31.12.2018 unverändert bei 10,52 Mio. € (31.12.2017: 10,52 Mio. € und ähnlich verhielt es sich mit der Eigenkapitalquote, welche bei 77,2% gegenüber dem Vorjahr (31.12.2017: 77,7%) stabil gehalten wurde. Da es im Grunde über die Dividende zu einer Vollausschüttung kam, erhöhte sich das Eigenkapital nicht wesentlich. Das Eigenkapital ist auf einem sehr hohen Niveau und aktuell wird die Aktie noch unter dem Buchwert gehandelt. Dies ist unseres Erachtens ein klarer Indikator für eine Unterbewertung des Unternehmens.

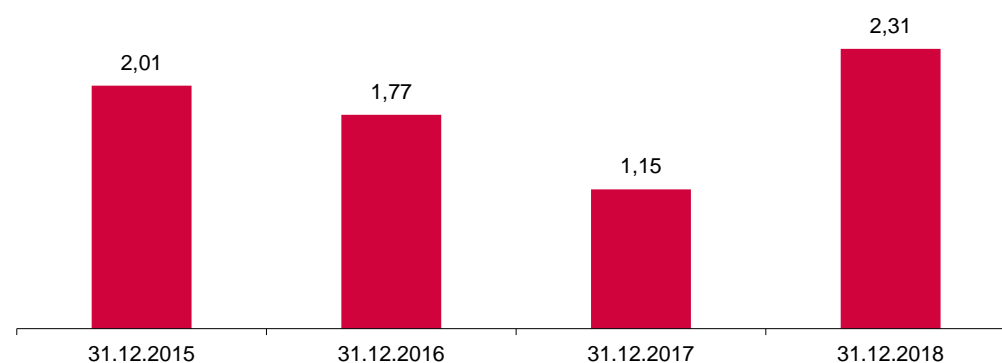
Entwicklung von CAPEX und Abschreibungen (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

Der operative Cashflow erhöhte sich signifikant um 100,9% auf 2,31 Mio. € (VJ: 1,15 Mio. €). Für diese Entwicklung war eine deutliche Reduktion des Working Capital verantwortlich, da sich die Verbindlichkeiten und Forderungen aus Lieferung und Leistung reduzierten. Zum Teil sollte dieser Effekt auch durch Stichtageffekte bedingt sein, jedoch sehen wir den hohen operativen Cashflow als äußerst positiv an.

Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. €)



Quelle: BHB, GBC

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Solide Eigenkapitalquote von 77,2% und keine Nettoverschuldung • Exportgeschäft unterstützt Wachstumsprozess • Starke Positionierung auf den Kernmärkten ermöglicht es moderate Preiserhöhungen durchzusetzen • Konstant hohe Working Capital-Effizienz über die vergangenen Jahre hinweg 	<ul style="list-style-type: none"> • Branchentypisch sind die Ergebnis-Margen sehr gering, was die Dividendenzahlung im Falle unerwartet erhöhter Kosten in einem Geschäftsjahr gefährden könnte • Die Gebäude befinden sich nicht im Besitz der Brauerei und daher fallen, im Vergleich zu vielen anderen Brauereien, laufende Mietkosten an. • Tarifbedingte stetige Steigerungen des Personalaufwandes müssen kompensiert werden.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Das Exportgeschäft, das derzeit nach Italien, Polen und Rumänien betrieben wird, könnte auch in weitere Regionen ausgeweitet werden, was das Umsatzwachstum beschleunigen könnte • BHB AG nimmt eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt ein und könnte damit weiteres anorganisches Wachstum erzeugen • Der hohe Qualitätsansatz bei den Bieren ermöglicht es der BHB AG, sich dem harten Preiskampf am Markt teilweise zu entziehen • Großveranstaltungen können den Bierabsatz zusätzlich beleben • Schwerpunktmäßige Positionierung auf dem bayerischen Markt ermöglicht Partizipation am regionalen Wachstum und stabile operative Cashflows 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Absatz von Bier ist in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Ein Anhalten oder eine Verstärkung dieses Trends könnte auch zu einem Nachfragerückgang nach den Produkten der BHB AG führen • Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzrückgängen führen • Die Profitabilität der BHB AG ist maßgeblich von der Preisentwicklung von Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz oder Energie abhängig. Eine Preiszunahme könnte sich entsprechend ergebnismindernd auswirken • Auf Grund des scharfen Wettbewerbs am Markt könnte der Druck auf die Verkaufspreise anhalten und so die Ergebnismargen unter Druck bringen

Prognose und Modellannahmen

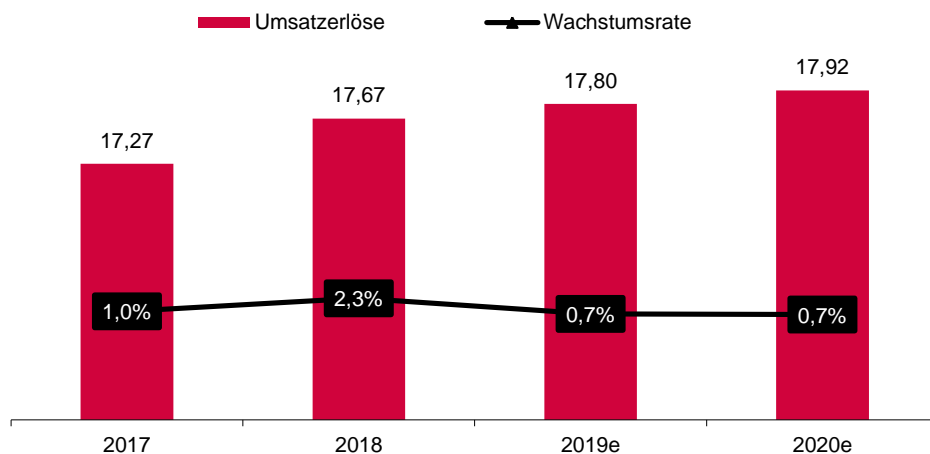
GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	17,67	17,80	17,92
EBITDA	1,98	1,97	1,97
EBITDA-Marge	11,2%	11,1%	11,0%
EBIT	0,40	0,42	0,47
EBIT-Marge	2,3%	2,4%	2,6%
Jahresüberschuss	0,22	0,27	0,30
EPS in €	0,07	0,09	0,10

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Das Unternehmen geht für das Jahr 2019 von Brutto-Umsatzerlösen in Höhe von 17,80 Mio. € aus. Unseres Erachtens handelt es sich hierbei um eine konservative Einschätzung, aber wir gehen vor dem Hintergrund des schwer zu prognostizierenden Wetters für das Jahr 2019 ebenfalls von 17,80 Mio. € aus, gefolgt von 17,92 Mio. € für das Jahr 2020.

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



Quelle: GBC

Einerseits ist der Biermarkt sehr wettbewerbsintensiv, andererseits kann die BHB Bierholding mit Qualitätsprodukten aufwarten, welche den Geschmack vieler Konsumenten treffen. Weiterhin ist die BHB Brauholding auch im wachstumsstarken Markt für Biermischgetränke aktiv und kann hier ebenfalls den Markt sehr gut bedienen. Zudem geht die BHB auf das veränderte Konsumverhalten ein und bietet neben dem klassischen Bierkasten auch Kleingebinde an. Durch das umfangreiche Produktportfolio kann das Unternehmen eine sehr breite potenzielle Kundschaft ansprechen.

Dass die Produkte eine hohe Qualität aufweisen, zeigen zum einen die zahlreichen Auszeichnungen und zum anderen auch die erfolgreiche Umsetzung von Preiserhöhungen. Die gute Marktstellung konnte das Unternehmen nutzen, um in den ersten beiden Monaten den Absatz bereits um 5,7% zu steigern.

Weitere wichtige Faktoren zur Umsatzsteigerung in der Zukunft sehen wir durch die Verdichtung des Vertriebsnetzes sowie den Ausbau des Exports. Bei der Verdichtung des Vertriebsnetzes geht es darum, zusätzliche Kunden im Stammgebiet zu akquirieren, um so die Logistikkosten langsamer als den Umsatz steigen zu lassen. Dies würde Skaleneffekte ermöglichen und weitere Ergebnisverbesserungen erlauben.

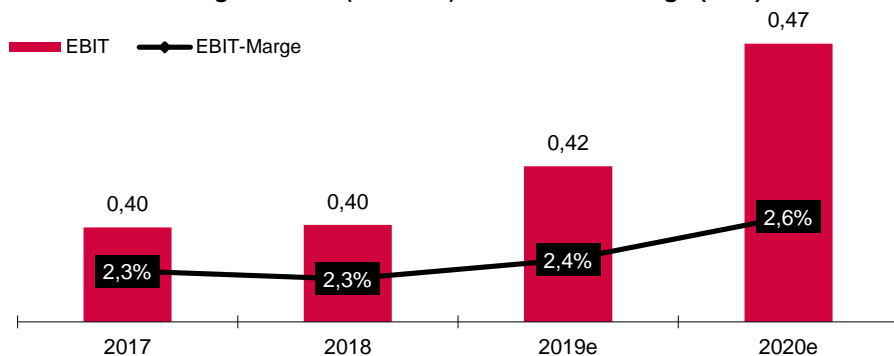
Darüber hinaus zeigt sich, dass die Qualitätsbiere der BHB im Ausland gefragt sind. So konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 Rumänien als weiteres Vertriebsland gewonnen werden. Hier sollte der Vertrieb noch am Anfang stehen und wir gehen davon aus, dass weiteres Potenzial vorhanden ist. Neben Rumänien gehen wir davon aus, dass insbesondere in Italien weiteres Wachstumspotential vorhanden ist. So hat das Unternehmen die Beteiligung in Italien von 40% auf 50% erhöht, was dafür spricht, dass auch das Management weiteres Wachstum in Italien erwartet.

Insgesamt sehen wir zahlreiche nationale und internationale Wachstumschancen für die BHB Brauholding. Sofern die externen Bedingungen wie z.B. das Wetter sich solide entwickeln, könnte unsere Prognose sogar noch übertroffen werden.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnis-Guidance für das Jahr 2019 beläuft sich auf eine Bandbreite von 2,3% bis 2,6%, was einem EBIT zwischen 0,41 Mio. € und 0,46 Mio. € entsprechen würde. Unseres Erachtens sollte mit den Umsatzsteigerungen eine sukzessive Margenverbesserung möglich sein. Für das Geschäftsjahr 2019 erwarten wir ein EBIT in Höhe von 0,42 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 2,4% entspricht. Für das Geschäftsjahr 2020 erwarten wir ein EBIT in Höhe von 0,47 Mio. € mit einer EBIT-Marge von 2,6% am oberen Ende der Guidance.

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



Quelle: GBC

Wir gehen davon aus, dass das Unternehmen die hohe Kostendisziplin aufrechterhalten kann und mit der Verdichtung des Vertriebsnetzes Skalierungseffekte heben wird. Somit sollte die BHB Brauholding auch zukünftig als zuverlässiger Dividentitel gelten und die Aktionäre über nachhaltige Ausschüttungen am Unternehmenserfolg partizipieren lassen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 bis 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,4% (bisher: 11,5%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 % (bisher: 1,25%).**

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

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 5,9% (bisher: 6,2%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,9% (bisher: 6,2%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,9% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als **Kursziel 3,80 € (bisher: 3,80 €)**. Der Bewertungseffekt aus dem niedrigeren risikolosen Zinssatz wird durch das leicht geringe Prognoseniveau und die angepasste EBITDA-Marge in der zweiten Phase kompensiert.

DCF-MODELL

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	11,4%	ewige EBITA - Marge	3,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	21,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
Umsatz (US)	17,80	17,92	18,20	18,48	18,77	19,05	19,35	19,65	
US Veränderung	0,7%	0,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,66	2,66	2,66	2,68	2,70	2,73	2,76	2,79	
EBITDA	1,97	1,97	2,07	2,10	2,14	2,17	2,20	2,24	
EBITDA-Marge	11,1%	11,0%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	
EBITA	0,42	0,47	0,65	0,67	0,69	0,71	0,73	0,76	
EBITA-Marge	2,4%	2,6%	3,6%	3,6%	3,7%	3,7%	3,8%	3,9%	3,9%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,14	-0,16	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	
EBI (NOPLAT)	33,7%	33,3%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Kapitalrendite	0,28	0,31	0,46	0,47	0,48	0,50	0,51	0,53	
Investiertes Kapital	3,6%	4,0%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,4%	6,6%	6,7%
Working Capital (WC)	1,13	1,07	1,00	1,02	1,03	1,05	1,06	1,08	
WC zu Umsatz	6,4%	6,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC	-0,16	0,06	0,07	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,69	6,75	6,83	6,90	6,95	6,99	7,02	7,05	
AFA auf OAV	-1,55	-1,50	-1,42	-1,44	-1,45	-1,46	-1,47	-1,47	
AFA zu OAV	23,2%	22,2%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
Investitionen in OAV	-1,52	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	7,82	7,82	7,83	7,91	7,98	8,04	8,09	8,13	
EBITDA	1,97	1,97	2,07	2,10	2,14	2,17	2,20	2,24	
Steuern auf EBITA	-0,14	-0,16	-0,20	-0,20	-0,21	-0,21	-0,22	-0,23	
Investitionen gesamt	-1,68	-1,50	-1,43	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	-1,52	
Investitionen in OAV	-1,52	-1,56	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,16	0,06	0,07	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,15	0,31	0,45	0,39	0,41	0,44	0,47	0,49	9,49

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	8,69	8,89
Barwert expliziter FCFs	2,33	2,16
Barwert des Continuing Value	6,35	6,73
Nettoschulden (Net debt)	-3,10	-3,20
Wert des Eigenkapitals	11,79	12,09
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	11,79	12,09
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,80	3,90

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	5,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	3,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,9%

Kapitalrendite	WACC				
	5,3%	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%
6,2%	3,98	3,78	3,60	3,45	3,32
6,4%	4,10	3,89	3,70	3,54	3,40
6,7%	4,22	4,00	3,80	3,63	3,49
6,9%	4,34	4,10	3,90	3,72	3,57
7,2%	4,46	4,21	4,00	3,82	3,65

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a, 7,11)

§ 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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.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