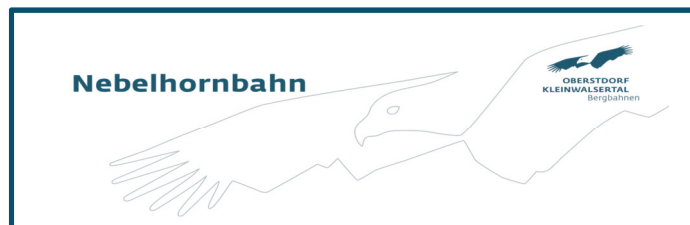




Researchstudie (Anno)



Geschäftsjahr 2018/19 mit solider Umsatzentwicklung abgeschlossen

**Der Rundum-Neubau der Nebelhornbahn führt zu einer deutlichen
Stärkung der Marktposition und des Geschäftsmodells**

**Der vorgezogene Neubau der Hauptbahn ermöglicht bereits zu Beginn
der Sommersaison 2021 den Geschäftsbetrieb mit einem
deutlich verbesserten Leistungs- und Serviceangebot**

Kursziel: 45,60 € je Aktie

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 27

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 10.08.2020 (17:12 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 11.08.2020 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2021

Nebelhornbahn-AG*5a;11

Rating: Kaufen

Kursziel: 45,60 € je Aktie
(zuvor: 50,02 € je Aktie)

aktueller Kurs: 22,80
10.08.2020 / München
(12:14 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0008271107
WKN:827110
Börsenkürzel: NHB
Aktienanzahl³: 1,35
Marketcap³: 30,83
EnterpriseValue³: 43,80
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 14,6%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.10.

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 28

Unternehmensprofil

Branche: Tourismus

Fokus: Betrieb einer Seilbahn (Nebelhornbahn)
sowie dazu gehörige Gastronomiebetriebe

Mitarbeiter: 96 (Jahresdurchschnitt GJ 2018/19)

Gründung: 1927

Firmensitz: Oberstdorf (Bayern)

Vorstand: Henrik Volpert, Johannes Krieg



Die Nebelhornbahn-AG wurde 1927 gegründet und betreibt eine Seilbahn auf den Gipfel des Nebelhorns in den Allgäuer Alpen. Die Nebelhornbahn ist seit 1930 im Einsatz und wurde seitdem mehrfach erneuert und saniert. Das Kerngeschäft des Unternehmens besteht im Betrieb der Nebelhorn-Bergbahn sowie den dazu gehörigen Gastronomiebetrieben in Oberstdorf (Allgäuer Alpen). Das Nebelhorn ist ein beliebtes Ausflugsziel und bietet im Sommer ein breites Wander-, Touren- und Kletterangebot sowie ein großes, beschneites Skigebiet im Winter. Die Region in den Allgäuer Alpen zeichnet sich als höchstes Skigebiet im Allgäu aus, wobei die Bergbahn pro Jahr mehr als 450.000 Gäste auf das Nebelhorn befördert.

GJ.-Ende (in Mio. €)	GJ 2018/19	GJ 2019/20e	GJ 2020/21e	GJ 2021/22e	GJ 2022/23e	GJ 2023/24e
Umsatz	10,74	4,06	8,44	13,23	13,58	13,92
EBITDA	2,71	-2,38	1,29	4,63	4,87	5,04
EBIT	0,76	-4,28	-0,86	1,28	1,52	1,69
Jahresergebnis	0,45	-4,61	-1,60	0,58	0,86	1,07

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie (EPS)	0,33	-3,41	-1,18	0,43	0,64	0,79
Dividende je Aktie	0,00	0,00*	0,00*	0,00*	0,00*	0,00*

*Aufgrund der Baumaßnahmen und dem hierdurch temporär anfallenden Bilanzverlust erwarten wir für diesen Zeitraum keine Dividende

Kennzahlen

EV/Umsatz	4,08	10,79	5,19	3,31	3,23	3,15
EV/EBITDA	16,16	neg.	33,95	9,46	8,99	8,69
EV/EBIT	57,63	neg.	neg.	34,22	28,81	25,91
KGV	68,50	neg.	neg.	53,15	35,84	28,81
KBV	1,93					

Finanztermine

28.04.2021: Hauptversammlung 2021
(unter Vorbehalt)

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

09.07.2019: RS / 50,02 / Kaufen

14.05.2019: RS / 45,44 / Kaufen

19.03.2019: RS / 45,44 / Kaufen

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im vergangenen GJ 2018/2019 erwirtschaftete die Nebelhornbahn-AG bei einem Gästeaufkommen von 464.000 Besuchern Umsatzerlöse in Höhe von 10,74 Mio. € und konnte damit das dritte Jahr in Folge einen zweistelligen Millionenumsatz erzielen. Im Vergleich zum Vorjahresumsatz (VJ: 10,98 Mio. €) wurden hierbei insbesondere wetterbedingt geringere Umsatzerlöse aufgrund einer hierdurch verringerten Gästeanzahl (VJ: 501.000) erwirtschaftet. Parallel zu den geringeren Umsatzerlösen des abgelaufenen Geschäftsjahres haben sich ebenfalls die Ergebniskennzahlen rückläufig entwickelt. So sank das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 4,6% auf 2,71 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €). Auf Netto-Ebene ergab sich ein Rückgang um 15,1% auf 0,45 Mio. € (VJ: 0,53 Mio. €).
- Des Weiteren wurden im Herbst des vergangenen Geschäftsjahres bereits erste notwendige und vorbereitende Baumaßnahmen (erste Fundamente, Bauplätze, Materialseilbahn etc.) für den Neubau der Hauptbahn erfolgreich durchgeführt. Nachdem im Mai 2020 die beschleunigte Umsetzung des Großprojektes beschlossen wurde, wurden ebenfalls die Bautätigkeiten im laufenden Geschäftsjahr intensiviert. So wurde bspw. im gleichen Monat mit der Entkernung, dem Aushub und dem Fundament-Arbeiten für die neue Talstation begonnen. Im nachfolgenden Monat Juni wurde die Talstation abgerissen und erste Stützen für die neue Hauptbahn errichtet. Weitere Bautätigkeiten wurden an verschiedenen Bereichen der Nebelhornbahn vorgenommen. Insgesamt wird das umfassende Großprojekt mit Hochdruck vorangetrieben.
- Aufgrund der Corona-bedingten vorzeitigen Beendigung der Wintersaison und des zeitlich vorgezogenen Rundum-Neubaus der Hauptbahn ohne Gästebetrieb im Sommer erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2019/2020 Umsatzerlöse in Höhe von 4,06 Mio. € sowie ein Nettoergebnis in Höhe von -4,61 Mio. €.
- Trotz eines erwarteten sehr hohen Gästezuspruchs während der Sommersaison 2020/2021 infolge der dann erwarteten Eröffnung der neuen Nebelhornbahn (Neuigkeitseffekt), rechnen wir für diese Geschäftsperiode aufgrund der wegfallenden Wintersaison, bedingt durch die notwendigen Baumaßnahmen bezüglich des Großprojektes, mit einer deutlich geringeren Besucheranzahl im Vergleich zu einem typischen regulären Geschäftsjahr. Basierend hierauf rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 8,44 Mio. € und einem Nettoergebnis in Höhe von -1,60 Mio. €.
- In dem darauffolgenden Geschäftsjahr 2021/2022 rechnen wir mit einem anhaltenden Neuigkeitseffekt und nun wieder mit einem regulären Geschäftsbetrieb während der Sommer- und Wintersaison. Für diese Geschäftsperiode prognostizieren wir Umsatzerlöse in Höhe von 13,23 Mio. € und ein Nettoergebnis in Höhe von 0,58 Mio. €. Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2022/2023 kalkulieren wir auf Basis eines erneuten Besucheranstiegs aufgrund einer höheren Bekanntheit der „neuen Nebelhornbahn“ mit einem weiteren Umsatzzanstieg auf 13,58 Mio. € und einem Nettoergebnisanstieg auf 0,86 Mio. €. Im Folgejahr 2023/2024 sollten die Umsatzerlöse und das Nettoergebnis erneut auf 13,92 Mio. € bzw. 1,07 Mio. € zulegen können.
- **Auf Basis unserer Prognosen für das aktuelle Geschäftsjahr und die Folgejahre haben wir unter Anwendung unseres DCF-Modells ein Kursziel für die Nebelhornbahn-AG von aktuell 45,60 € je Aktie ermittelt (zuvor: 50,02 €) und damit unser bisheriges Kursziel gesenkt. Hauptsächlich hierfür sind zwei gegenläufige Effekte. Einerseits sind die Gesamtinvestitionen für den Rundum-Neubau der Hauptbahn aufgrund von zusätzlichen städtebaulichen Investitionen höher ausgefallen als von uns zuvor erwartet und haben damit zu einer Anhebung unserer bisherigen Capex-Prognosen geführt. Andererseits hat der einsetzende Rollover-Effekt einer hierdurch bedingten stärkeren Kurszielsenkung entgegengewirkt.**

- **Durch die begonnene Erneuerung der Nebelhornhauptbahn hat das Management des Unternehmens einen weiteren Wachstumsimpuls gesetzt und daneben den allgemeinen Qualitätsansatz des Tourismusbetriebs untermauert. Hierdurch sollte ebenfalls die Ertragskraft und Rentabilität der Gesellschaft zukünftig deutlich ansteigen. Daneben rechnen wir damit, dass durch die erfolgreiche Umsetzung des Großprojektes für das Unternehmen eine neue Ära beginnt und die Nebelhornbahn hierdurch in neue wirtschaftliche Dimensionen vorstößt und zugleich ihre Marktposition und eigene Marke nochmals deutlich stärkt.**

- *Hinweis: Bei unserer Unternehmensbewertung haben wir die im Unternehmensbesitz befindlichen Grundstücke noch nicht berücksichtigt. Diese könnten auf Basis einer groben Überschlagsrechnung stille Reserven von bis zu 20,00 Mio. € beinhalten, welche bei Berücksichtigung eine weitere deutliche Erhöhung des Unternehmenswertes bedeuten würde.*

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	5
Geschäftsmodell	5
Aktionärsstruktur	5
Bisherige und neue Nebelhornbahn.....	5
Markt und Marktumfeld	6
Unternehmensentwicklung.....	11
Geschäftsentwicklung 2018/2019	11
Umsatzentwicklung	11
Ergebnisentwicklung	13
Geschäftsentwicklung 1. HJ Geschäftsjahr 2019/2020.....	15
Bilanzielle und finanzielle Situation	17
SWOT-Analyse	18
Prognosen und Modellannahmen	19
Umsatzprognosen	19
Ergebnisprognosen	22
Bewertung	25
Modellannahmen	25
Bestimmung der Kapitalkosten.....	25
Bewertungsergebnis.....	25
DCF-Modell	26
Anhang	27

UNTERNEHMEN

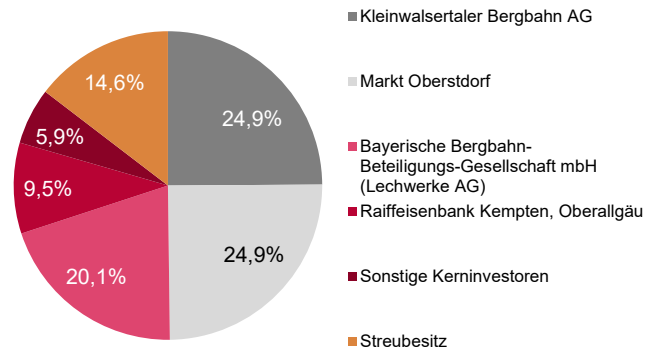
Geschäftsmodell

Das Kerngeschäft der Nebelhornbahn-AG besteht aus dem Betrieb der Nebelhornbahn sowie den dazu gehörenden Gastronomiebetrieben (aktuell 3 Objekte am Nebelhorn) in Oberstdorf. Zwischen beiden Geschäftssegmenten bestehen signifikante Synergiepotenziale, die das Unternehmen seit Jahren gewinnbringend nutzt. Das Nebelhorn zeichnet sich als höchstes Skigebiet im Allgäu aus, wobei die Bergbahn jedes Jahr mehr als 450.000 Gäste auf das Nebelhorn befördert.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	August 2019
Kleinwalsertaler Bergbahn AG	24,9%
Markt Oberstdorf	24,9%
Bayerische Bergbahn-Beteiligungs-Gesellschaft mbH (Lechwerke AG)	20,1%
Raiffeisenbank Kempten, Oberallgäu	9,5%
Sonstige Kerninvestoren	5,9%
Streubesitz	14,6%

Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG



Bisherige und neue Nebelhornbahn

Alte Nebelhornbahn

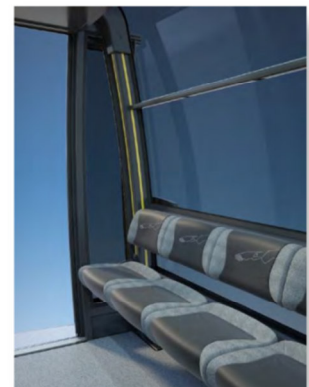


Quelle: Nebelhornbahn-AG

Kabinendesign der neuen Nebelhornbahn



Quelle: Nebelhornbahn-AG



MARKT UND MARKTUMFELD

Die Nebelhornbahn-AG agiert hauptsächlich in den Tourismussegmenten Wintersport und Wandern. Mit ihrem Service- und Produktangebot adressiert die Gesellschaft Personen, Familien und Gruppen, die sich in ihrer Freizeit oder im Urlaub in diesen beiden Bereichen betätigen wollen.

Entscheidend für die Nachfrage nach Reisen/Urlaub sind die unterschiedlichen Bedürfnisse des Reisenden. Hierzu zählt insbesondere das Grundbedürfnis nach Erholung, wobei weitere Bedürfnisse wie bspw. Kontaktmöglichkeiten oder Luxus auftreten können. Ob sich diese Bedürfnisse auch in Nachfrage umwandeln, wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst. Ein wesentlicher Faktor stellt hierbei aus unserer Sicht das verfügbare Einkommen der Reiseinteressenten dar. Neben der Einkommenssituation ist aber auch die Art der Freizeitgestaltung von Personen für die konkrete Nachfrage entscheidend.

Aufgrund der in den vergangenen Jahren guten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, hauptsächlich getragen von den inländischen Exportaktivitäten, befand sich die Arbeitslosigkeit (Arbeitslosenquote lt. BA im Januar 2020: 5,4%) der Bundesrepublik zu Beginn des Jahres auf einem relativ geringen Niveau und ein Großteil der Bevölkerung verfügte über eine gute Einkommenssituation.

Die plötzlich aufgetretene und immer noch vorherrschende Corona-Pandemie hat sich deutlich negativ auf die deutsche Gesamtwirtschaft ausgewirkt und die Konjunktur in eine rezessive Phase geführt. Dies hat wiederum zu einer Verschlechterung der Einkommensverhältnisse der deutschen Haushalte und Bundesbürger geführt und zugleich sind die Arbeitslosenzahlen zuletzt deutlich angestiegen. Die deutsche Bundesregierung hat zugleich damit begonnen, Konjunkturpakete auf den Weg zu bringen, um den wirtschaftlichen Abschwung der deutschen Gesamtwirtschaft abzufedern bzw. die erwartete sukzessive Erholungsphase zu unterstützen.

Wirtschaftsexperten gehen davon, dass die deutsche Konjunktur rund zwei bis drei Jahre benötigen wird, um zum Vorkrisenniveau zurück zu kehren. In Anbetracht dessen, erwartet das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) für dieses Jahr einen Rückgang des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 9,4% im Vergleich zum Vorjahr. Für die kommende Periode rechnen die Experten aufgrund von erwarteten Erholungseffekten mit einem Wachstum der Gesamtleistung von 3,0%. Bei einer vollen Umsetzung des von der deutschen Regierung geplanten Konjunkturpakets gehen die Wirtschaftsforscher von günstigeren Werten aus. Hierbei würde das BIP nach ihren Prognosen in 2020 um 8,1% sinken und im Folgejahr 2021 um 4,3% zulegen.

Somit gehen wir auch wieder mittelfristig von einer deutlich besseren konjunkturellen Ausgangssituation für die deutsche Tourismusbranche aus, die traditionell besonders abhängig ist von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. In Bezug auf die kurzfristige Entwicklung der weltweiten Tourismusindustrie rechnen wir vor dem Hintergrund der vorherrschenden Corona-Krise und den damit verbundenen Folgen (Konjunktüreintrübung, ansteigende Arbeitslosigkeit, sinkende Einkommen etc.) kurzfristig mit einem im Vergleich zum Vorjahr rückläufigen globalen Tourismus.

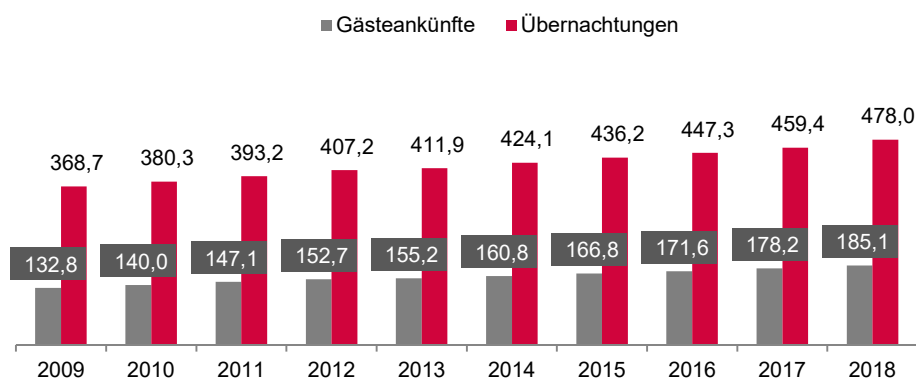
Andererseits gehen wir davon aus, dass es parallel hierzu zu deutlichen Umverteilungseffekten kommen wird. So erwarten wir, dass der für viele deutsche Reisende durch die Corona-Pandemie ausgefallene oder zurückgezogene Sommerurlaub (bspw. wg. Reisewarnung, Sicherheitsbedenken, Unsicherheit über Lage am Reiseziel etc.) zu einer verstärkten Nachfrage nach Inlandsurlaub führen und damit den von uns erwarteten

inländischen und ausländischen Tourismus-Rückgang deutlich abmildern wird. Gemäß einer kürzlich veröffentlichten Umfrage der YouGov im Auftrag der DEVK-Versicherung (YouGov/DEVK 2020) planen 44,0% der deutschen Bundesbürger trotz der Corona-Problematik einen Sommerurlaub, wobei ein Viertel der Befragten diesen in Deutschland verbringen möchte. Für diejenigen Befragten, die Deutschland als Reiseziel präferieren, ist Bayern mit 17,0% das Top-Reiseziel.

Bereits vor der Corona-Krise stand bei deutschen Urlaubern ihr Heimatland als Reiseziel „hoch im Kurs“. Gemäß der jährlichen Reiseanalyse der Forschungsgemeinschaft Urlaub und Reisen e.V. (FUR) ist Deutschland auch in 2019, wie schon in den Vorjahren, mit 26,0% Urlaubsreiseziel Nummer eins, gefolgt von Spanien (12,7%) und Italien (8,7%). Dieser Trend sollte sich in Anbetracht der aktuellen besonderen Gesamtsituation weiter verstärken. Hierbei sollten insbesondere die traditionellen inländischen „Urlaubs-hotspots“ wie Nordsee, Ostsee und Bayern durch eine verstärkte Urlaubsnachfrage profitieren können.

Die positiven Rahmenbedingungen der vergangenen Jahre, bevor es zum Ausbruch der Corona-Krise kam, begünstigen die inländische Nachfrage nach touristischen Produkten und Dienstleistungen in Deutschland. Entsprechend konnten die Gästeankünfte und Übernachtungen in Deutschland durch inländische und ausländische Reisende zwischen 2009 und 2018 stetig zulegen.

Entwicklung der Gästeankünfte und Übernachtungen in Deutschland (in Mio.)



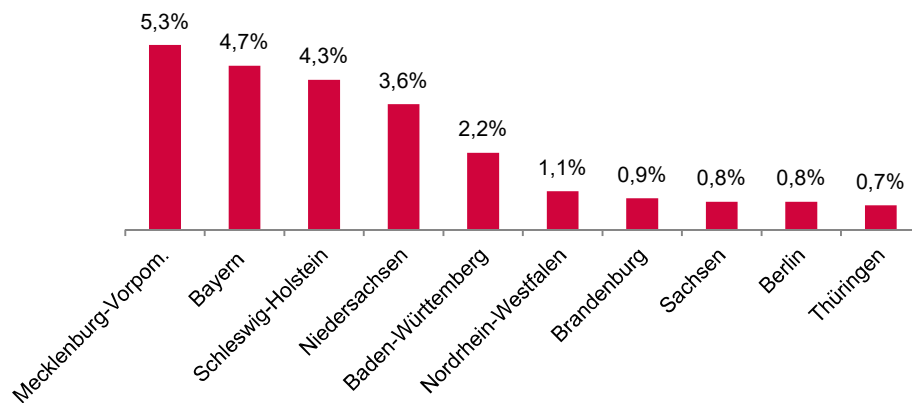
Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

So sind die Gästeankünfte in diesem Zeitraum um 27,3% auf 178,2 Mio. deutlich angestiegen und ebenso konnten die Übernachtungen um 20,8% auf 459,5 Mio. anwachsen.

Vor dem Hintergrund, dass der deutsche Tourismussektor besonders von den inländischen Reisenden bzw. Gästen geprägt ist, soll nachfolgend speziell auf die inländische Nachfrage eingegangen werden.

Laut einer Branchenstudie (RA Reiseanalyse 2019) haben sich im Jahr 2018 27,0% der Deutschen für einen Urlaub (Reisedauer: ab 5 Tage) im eigenen Land entschieden. In Punkto inländischer Urlaubs- bzw. Reiseziele haben die deutschen Reisenden klare Präferenzen. Wenn sich die Deutschen für einen Urlaub in ihrem Heimatland entschieden haben, dann reisen sie in den meisten Fällen entweder an die Küste (Ost- und Nordsee) oder in den südlichen Landesteil. Entsprechend belegen laut einer aktuellen Reisemarktstudie die Top-5-Platzierungen Mecklenburg-Vorpommern, Bayern, Schleswig-Holstein, Niedersachsen und Baden-Württemberg.

Top-10 Inlandsurlaubsziele der Deutschen (Reisedauer: ab 5 Tagen)



Quelle: RA Reiseanalyse 2019; GBC AG

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den Kurzurlaubsreisen der Bundesbürger. Auch hier wird Deutschland als Reiseziel klar bevorzugt. So entscheiden sich rund 75,0% aller Deutschen (RA Reiseanalyse 2018) für einen Kurzurlaub im eigenen Land. Und wenn Bundesbürger einen Urlaub in Deutschland anstreben, dann reisen sie am liebsten nach Bayern bzw. „in die Berge“. Gefolgt von Nordrhein-Westfalen, Berlin, Hamburg, Sachsen, Baden-Württemberg, Niedersachsen, Mecklenburg-Vorpommern, Schleswig-Holstein und Hessen.

Top-10 der beliebtesten Kurzurlaubsreiseziele der Deutschen im Inland*

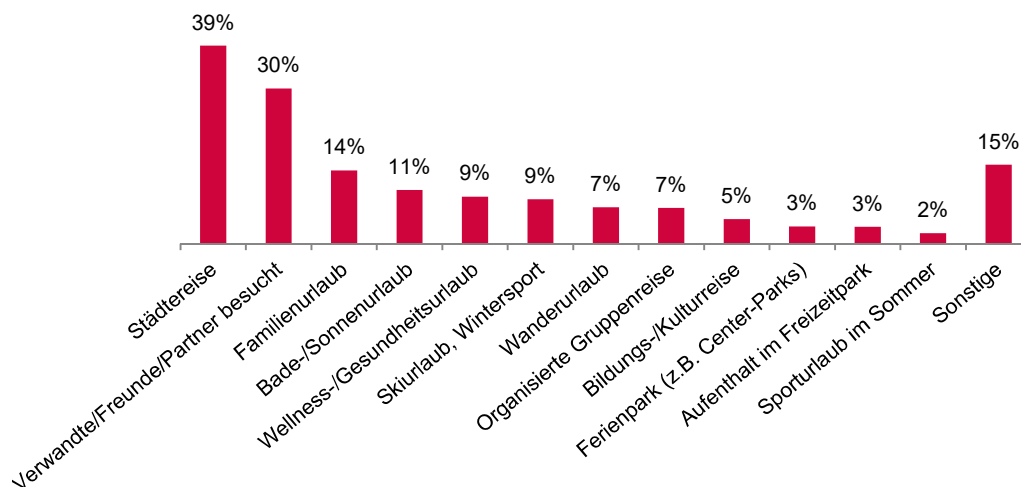


Quelle: RA Reiseanalyse 2019; GBC AG

*Reisedauer: 2 bis 4 Tage

Neben den regionalen Vorlieben der deutschen Bundesbürger im Zuge ihrer Reise- bzw. Urlaubsgestaltung, bestehen auch klare Präferenzen bei der Art des Kurzurlaubs. Besonders beliebt sind Kurzurlaube im Rahmen einer Städtereise. Ebenso unter den Top-Platzierungen der beliebtesten Kurzurlaube sind Skiurlaube (Wintersport) und Wanderurlaube. Laut einer Studie aus dem vergangenen Jahr (IfD Allensbach) bevorzugen 17,43 Mio. inländische Personen Wander- bzw. Rucksackurlaub als Urlaubsreise.

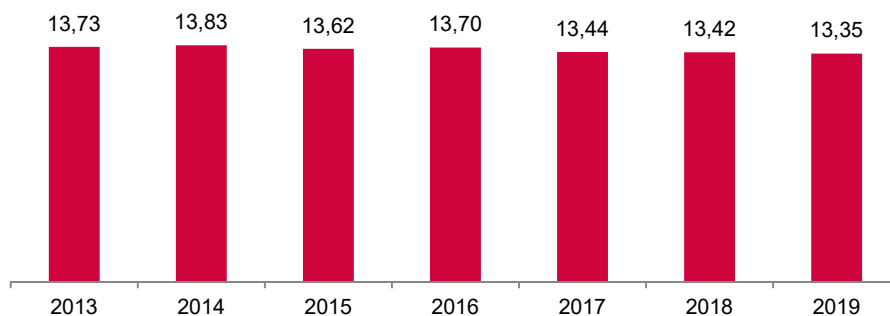
Ranking der beliebtesten Kurzurlaube der Deutschen in 2018



Quelle: VuMA; GBC AG

Speziell für die Freizeitaktivität Skisport bzw. Wintersport gibt es ein hohes Interesse der Bundesbürger. Rund 13,5 Mio. der Deutschen begeistern sich über Jahre hinweg für den Ski- bzw. Wintersport und suchen regelmäßig die entsprechenden Wintersportregionen im Rahmen ihrer Urlaubsreise auf. Bei einer aktuellen Einwohnerzahl Deutschlands in Höhe von 83,2 Mio. (Schätzung DESTATIS für Ende 2019) bedeutet dies, dass rund jeder sechste Bundesbürger ski- bzw. wintersportaffin ist. Darüber hinaus besitzt Deutschland laut einer aktuellen Studie (Laurent Vanat 2019) 14,61 Mio. Skifahrer und Snowboarder und damit im weltweiten Vergleich nach USA die meisten Skisportler (Skisaison 2018/2019).

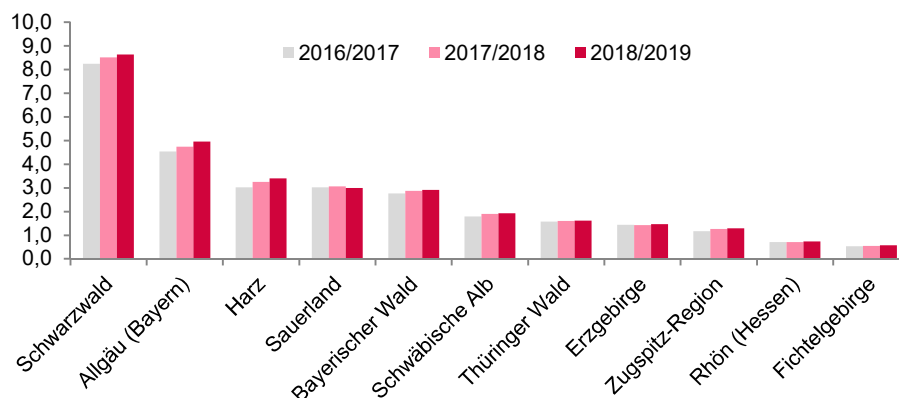
Anzahl der Personen in Deutschland, die Ski- bzw. Winterurlaub als Urlaubsreise favorisieren (in Mio.)



Quelle: IfDAllensbach; GBC AG

Besonders beliebt bei Wintersportfans sind die Gebirgsregionen Schwarzwald, Allgäu und der Harz (Top-3-Regionen). Entsprechend haben die Übernachtungen in diesen Regionen in den letzten Jahren stetig neue Höchstwerte erreicht. Die Top-3-Regionen konnten hierbei im Vergleich zu 2015/16 spürbar zulegen. So hat der Schwarzwald einen Zuwachs von 3,9% und die Regionen Allgäu sowie Harz einen Anstieg von 6,5% bzw. 23,4% verzeichnen können.

Anzahl der Übernachtungen in ausgewählten Gebirgsregionen in Deutschland in vergangenen Winterhalbjahren (in Mio.)



Quelle: Statistisches Bundesamt; GBC AG

Die Nebelhornbahn-AG sollte durch ihr breites Produkt- und Serviceangebot mit dem Fokus auf Wintersport und Wandern sowie ihrer Top-Lage im Allgäu von der allgemein verstärkten Nachfrage nach Qualitätstourismus profitieren können und dies auch in einem schwierigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld. Hierbei ist zu erwähnen, dass es dem Unternehmen auch in der Vergangenheit gelungen ist, in einem herausfordernden konjunkturellen Umfeld eine solide Unternehmensperformance zu erzielen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Geschäftsentwicklung 2018/2019

GuV (in Mio. €)	GJ 2017/2018	Δ zum VJ	GJ 2018/2019
Umsatzerlöse	10,98	-2,2%	10,74
EBITDA (Marge)	2,84 (25,9%)	-4,6%	2,71 (25,2%)
EBIT (Marge)	0,90 (8,2%)	-15,6%	0,76 (7,1%)
Jahresüberschuss	0,53	-15,1%	0,45
Aktienanzahl	1,35		1,35
EPS in €	0,39		0,33

Quelle: Nebelhornbahn-AG

Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2018/2019 der Nebelhornbahn-AG war insbesondere durch ungünstige Wetterbedingungen sowie den Baubeginn des Großprojektes Erneuerung Nebelhornhauptbahn geprägt.

Historische Gästeentwicklung im Winter- und Sommerhalbjahr

	Δ ggü. Vorjahr	Δ ggü. 5-jährigen Mittel*
Gäste im Winterhalbjahr	-2,4%	+1,80%
Gäste im Sommerhalbjahr	-10,1%	+5,80%

*Mittelwert aus den Jahren 2013/14 bis 2017/18

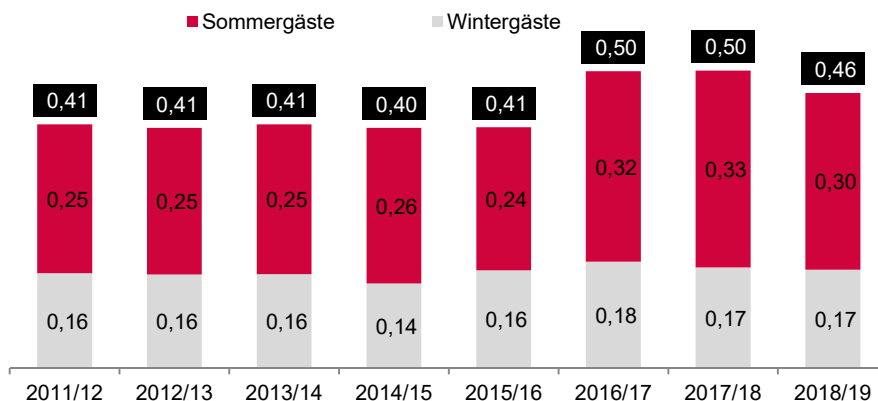
Quelle: Nebelhornbahn-AG

Laut dem kürzlich veröffentlichten Geschäftsbericht lag der Gästezuspruch in der vergangenen Geschäftsperiode insgesamt leicht unter den Managementenerwartungen aber deutlich über dem langjährigen Mittel (Normalniveau). Alles in allem konnten jedoch aus wetterbedingten Gründen die Rekordzahlen des Vorjahres nicht mehr erreicht werden. Die Fahrgastzahlen lagen somit unter dem Vorjahr und unter den Planzahlen der Gesellschaft.

Gemäß Unternehmensangaben haben zahlreiche Tage mit Schneefällen und das damit oft verbundene stürmische Wetter in dem hochgelegenen Skigebiet der Nebelhornbahn ihre Spuren hinterlassen. Der zeitweise sehr ergiebige Schnellfall (Anfang bis Mitte Januar 2019) führte sogar zu einer teilweisen Sperrung des Skigebietes. Die Fahrgastzahlen in der Wintersaison 2018/2019 entwickelten sich daher leicht unter Plan, aber laut Unternehmenseinschätzung angesichts des sehr wechselhaften Wetters immer noch zufriedenstellend. Die Wintersaison 2018/2019 lag mit -2,4% weniger Gästen zwar leicht unter dem Ergebnis des Vorjahres, aber erreichte mit 165.642 Fahrgästen ein Gäste-niveau über dem langjährigen Durchschnitt der Winterhalbjahre.

Die Sommersaison 2019 war ebenfalls durch wechselhaftes Wetter gekennzeichnet. Auf einen sehr heißen und sonnigen Frühsommer folgten ein zum Teil sehr regnerischer Spätsommer und Herbst. Entsprechend fiel der Gästeandrang je nach Wetterlage sehr unterschiedlich aus. Die Rekordzahlen des Vorjahres mit seinem Traum-Sommer konnten daher in Summe nicht erzielt werden. Mit 298.206 Gästen lag die Saison lediglich -0,6% unter Plan, jedoch 5,8% über dem langjährigen Mittel.

Historische Entwicklung der Gästeanzahl (in Mio.)



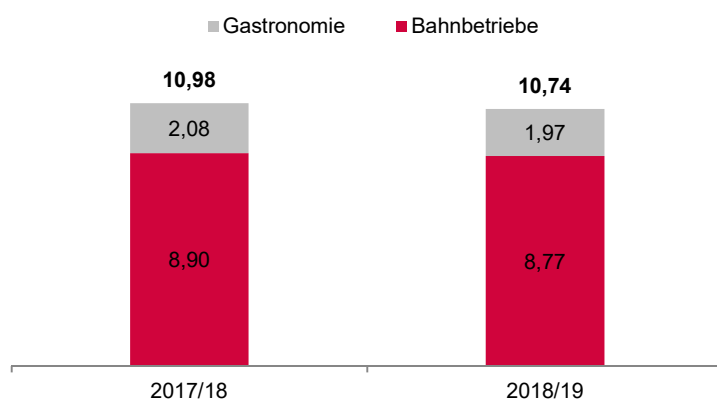
Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

Die Nebelhornbahn hat damit das abgelaufene Geschäftsjahr (1.Nov. 2018 - 31.Okt. 2019) mit insgesamt 463.848 Gästen abgeschlossen. Im Vergleich zum Vorjahr wurden hierbei 7,5% weniger Gäste und eine Besucheranzahl leicht unter Plan (Planabweichung: -1,3%) verzeichnet, jedoch ein Gästeniveau mit 3,7% über Normaljahr erreicht.

Bedingt durch die geringere Gästeanzahl, hat das Unternehmen ebenfalls einen im Vergleich zum Vorjahr um 2,2% niedrigeren Umsatz in Höhe von 10,74 Mio. € (VJ: 10,98 Mio. €) erwirtschaftet. Damit wurde unsere herausgegebene Umsatzprognose (GBCe: 10,60 Mio. €) sogar leicht übertroffen.

Die erzielten Umsatzerlöse wurden wie schon in den Vorjahren hauptsächlich von dem Segment Bahn(-betriebe) getragen. Dieser Geschäftsbereich konnte im vergangenen Geschäftsjahr im Vergleich zum Vorjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 8,77 Mio. € (VJ: 8,90 Mio. €) ein nahezu stabiles Geschäftsvolumen erzielen. Der zweite ergänzende Geschäftsbereich Gastronomie konnte ebenso im Vergleich zum Vorjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 1,97 Mio. € (VJ: 2,08) sein Vorjahresniveau nahezu bestätigen.

Umsatzerlöse nach Geschäftssegmenten (in Mio. €)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

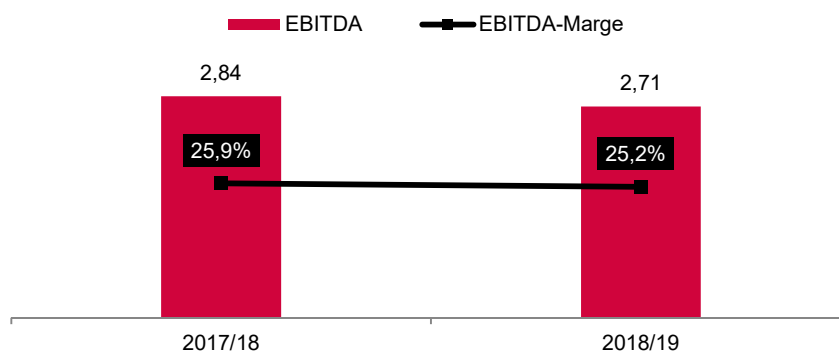
Darüber hinaus stand erneut das bereits begonnene Großprojekt Erneuerung der Nebelhornhauptbahn im besonderen Fokus des Unternehmens. Für den Neubau der Nebelhornbahn Sektion I und II wurde der Bauantrag für das seilbahnrechtliche Verfahren am 6. November 2018 beim Landgericht Sonthofen eingereicht. Die behördliche Bau- und Betriebsgenehmigung für die neue Nebelhornbahn liegt seit dem 19. Juni 2019 dem Unternehmen vor.

Zudem wurde am 5. Dezember 2018 zur Finanzierung des Großprojektes ein Förderantrag bei der Regierung von Schwaben im Rahmen der Richtlinie zur Förderung von Seilbahnen und Nebenanlagen gestellt. Gemäß veröffentlichtem Geschäftsbericht ging am 12. Dezember 2019 ein Zuwendungsbescheid in Höhe von 11,0 Mio. € bei der Nebelhornbahn-AG ein. Laut Unternehmensangaben entspricht die Zuwendungshöhe der erwarteten Größenordnung und die Durchfinanzierung des Neubaus ist damit in der geplanten Form und Struktur gesichert. Daneben konnten für einen Großteil des Projekt-Investitionsbudgets mit Lieferanten und Baufirmen Fixpreise verhandelt werden.

Des Weiteren hat das Unternehmen bekannt gegeben, dass im Herbst 2019 für den Neubau der Seilbahn schon die notwendigen und vorbereitenden Baumaßnahmen erfolgreich durchgeführt werden konnten. Diese umfassten insbesondere das Herrichten der Fundamente und Bauplätze, den Aufbau und die Inbetriebnahme der Materialeiseilbahn zum Höfatsblick und weitere Arbeiten. In einem weiteren Schritt wurde die gesamte Baustelle winterfest gemacht.

Ergebnisentwicklung

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



Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

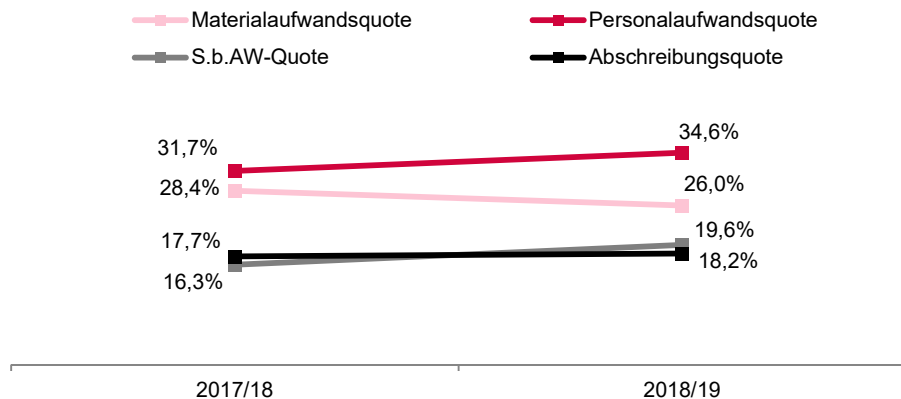
Die Ergebnisentwicklung des Geschäftsjahres 2018/2019 konnte mit der soliden Umsatzentwicklung nicht ganz Schritt halten. So ist im vergangenen Geschäftsjahr das Betriebsergebnis (EBITDA) im Vergleich zum Vorjahr um 4,9% auf 2,71 Mio. € (VJ: 2,84 Mio. €) zurückgegangen.

Auf Kostenebene erhöhten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr die betrieblichen Aufwendungen im Vergleich zum Vorjahr um 2,3% auf 10,57 Mio. € (VJ: 10,33 Mio. €). Hauptsächlich hierfür waren höhere Personalaufwendungen und sonstige betriebliche Aufwendungen (s.b.AW). Letztere sind durch aufgetretene Sturmschäden im Herbst 2018 deutlich angestiegen (Kosteneffekt: ca. 0,23 Mio. €). Hierdurch erhöhte sich die Kostenquote der s.b.AW und der Personalaufwendungen auf 19,6% (VJ: 16,3%) bzw. 34,6% (VJ: 31,7%).

Zudem haben zusätzliche Abschreibungen aufgrund einer verkürzten Nutzungsdauer von bestehenden Restbuchwerten der alten Nebelhornbahn das Ergebnis belastet und auch zu einem Anstieg der Abschreibungsquote auf 18,2% (VJ: 17,7%) beigetragen.

Gegenläufig haben sich Kosteneinsparungen, insbesondere bei Unterhaltsleistungen (bedingt durch den Bahnneubau) und im Materialeinkauf, positiv auf die Ertragslage ausgewirkt. Entsprechend ist die Materialaufwandsquote deutlich auf 26,0% (VJ: 28,4%) gesunken.

Entwicklung bedeutender Kostenquoten



Quelle: GBC AG; Nebelhornbahn-AG

In Summe ergab sich somit ein Rückgang des Betriebsergebnis (EBIT) im Vergleich zum Vorjahr um 0,14 Mio. € auf 0,76 Mio. € (VJ: 0,90 Mio. €). Unter zusätzlicher Berücksichtigung der Zinsaufwendungen, welche leicht um 0,01 Mio. € auf 0,12 Mio. € (VJ: 0,13 Mio. €) abnahmen, sank das Nettoergebnis um 0,08 Mio. € auf 0,45 Mio. € (VJ: 0,53 Mio. €). Damit wurde auch unsere herausgegebene Ergebnisprognose in Höhe von 0,47 Mio. € nahezu erreicht.

Insgesamt kann konstatiert werden, dass die Nebelhornbahn im abgelaufenen Geschäftsjahr angesichts der eher durchwachsenen Wetterbedingungen und dem eingetretenen Sondereffekt (Sturmschäden) eine zufriedenstellende wirtschaftliche Performance erzielt hat. Durch die strukturellen Maßnahmen der Vorjahre (Erneuerung Gipfelstation & Bau einer Aussichtsplattform) konnte erneut ein zweistelliger-Millionenumsatz erzielt werden und damit an die besonders hohen Umsatzniveaus der Vorjahre angeknüpft werden.

Geschäftsentwicklung 1. HJ Geschäftsjahr 2019/2020

GuV (in Mio. €)	HJ 2018/2019	Δ zum VJ	HJ 2019/2020
Umsatzerlöse	5,08	-20,2%	4,06
Ergebnis vor Steuern (EBT)	0,15	k.A.	-0,89
Fahrgäste	165.642	-26,3%	122.158

Quelle: Nebelhornbahn-AG

Das erste Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres wurde insbesondere von der Corona-Krise und den daraus resultierenden negativen Folgen für den Geschäftsbetrieb bestimmt. Daneben stand das Großprojekt Rundum-Neubau der Nebelhornbahn im besonderen Fokus der Geschäftspolitik.

Nach dem Ausbruch der Corona-Krise zu Beginn des Jahres war für die Nebelhornbahn-AG ab dem 16. März 2020 aufgrund von behördlichen Auflagen kein Seilbahnbetrieb mehr möglich. Dies wirkte sich deutlich negativ auf die Gäste- und Umsatzzahlen der ersten sechs Monate des laufenden Geschäftsjahres aus.

So wurden im ersten Halbjahr des laufenden Geschäftsjahres von 1. November 2019 bis 30. April 2020 die geplanten Fahrgastzahlen um 28,1% unterschritten. Daneben verminderten sich die Besucherzahlen des Unternehmens in der Wintersaison gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 26,3%.

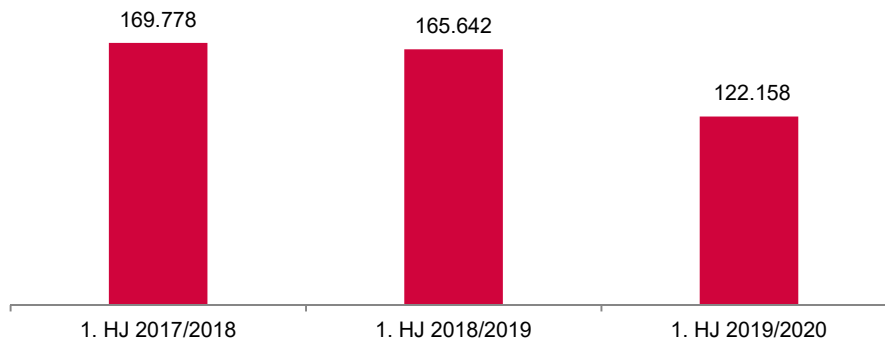
Nach planmäßigen Überholungsarbeiten und einer behördlich vorgeschriebenen Revision startete die Nebelhornbahn am 7. Dezember 2019 in die neue Wintersaison mit den beiden Sesselbahnen sowie der Abfahrt zur Seealpe. Wenige Schlechtwettertage und sehr gute Skibedingungen mit der Hauptabfahrt bis nach Oberstdorf haben zu einem positiven Saisonverlauf bis zum Beginn der Corona-Krise geführt.

Nachdem die Gesellschaft ab dem 16. März 2020 – wie allen anderen Bergbahnbetreiber in der gesamten Alpenregion- den Fahrbetrieb bedingt durch eine behördliche Anweisung einstellen musste, konnte das Unternehmen die restliche Wintersaison über den Fahrbetrieb nicht wieder aufnehmen. Erst ab dem 30. Mai 2020 war es den Bergbahngesellschaften in Bayern wieder erlaubt, Fahrgäste unter Einhaltung der Schutzmaßnahmen in deutlich reduziertem Umfang zu befördern.

Die herausfordernde Situation rund um die Corona-Problematik hat die Nebelhornbahn-AG positiv genutzt, um so das Großprojekt Neubau Nebelhornhauptbahn zeitlich vorzuziehen. Dieser Entschluss basierte auf dem Umstand, dass lange Zeit nicht sicher war, ob und wann das Unternehmen wieder den Gästefahrbetrieb aufnehmen darf und welchen Einschränkungen dieser unterliegen wird.

In den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres wurde der Neubau der Hauptbahn sowie dazugehörige Bahnstationen weiter vorangetrieben und wie eben bereits dargestellt das Vorhaben nochmals beschleunigt. Hierdurch soll das angestoßene Großprojekt Rundum-Erneuerung Nebelhornbahn ca. sechs Monate früher als zuvor geplant fertiggestellt werden. Im Rahmen dessen wurden Investitionen in Höhe von rund 3,20 Mio. € für Baumaßnahmen im Streckenbereich Station Seealpe zur Station Höfatsblick getätigt. Daneben wurden seitens des Unternehmens die Planung und der Bauantrag für den Talbereich der neuen Nebelhornbahn mit Hochdruck weiter vorangetrieben.

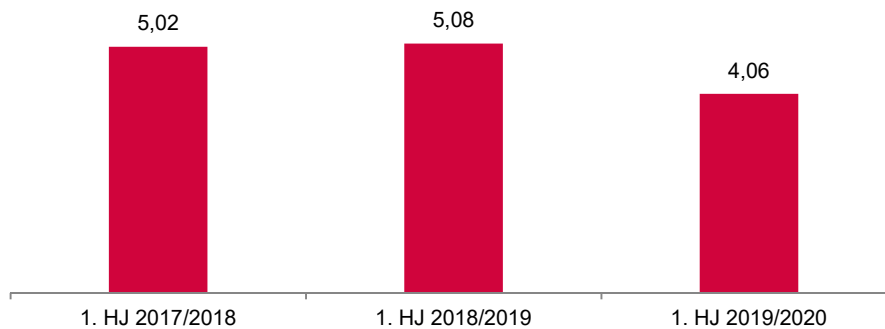
Historische Entwicklung der Fahrgastzahlen



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Insgesamt wurde die Wintersaison 2019/2020 mit 122.158 Fahrgästen abgeschlossen und lag damit deutlich hinter dem Vorjahr (minus 43.484 Gäste) und auch hinter den Erwartungen bzw. Planzahlen des Unternehmens (minus 47.842 Gäste).

Historische Entwicklung der Halbjahresumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Bedingt durch die vorzeitige Beendigung der Wintersaison lagen die Gesamtumsatzerlöse der Nebelhornbahn im ersten Halbjahr des Geschäftsjahres 2019/2020 mit 4,06 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus (5,08 Mio. €) sowie unter den Planvorgaben des Unternehmens.

Das Halbjahresergebnis vor Steuern zum 30. April 2020 betrug -0,89 Mio. € und lag mit 1,04 Mio. € unter dem Vorjahresergebnis und um 1,08 Mio. € unterhalb der Unternehmensplanung. Diese Ergebnisentwicklung war maßgeblich geprägt durch die eingetretene Corona-Krise, die zu einer Betriebseinstellung und damit zu hohen Umsatzausfällen führte.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.10.2018	31.10.2019
Eigenkapital (EK-Quote)	15,83 (57,2%)	16,00 (46,2%)
Bankverbindlichkeiten	8,87	13,54
Liquide Mittel	10,31	0,57
Nettoverschuldung	-1,44	12,97
Operatives Anlagevermögen (inkl. Goodwill)	16,65	33,22

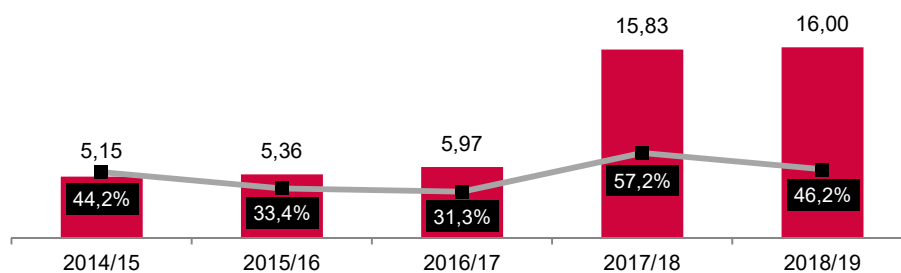
Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die allgemeine Unternehmensperformance und verstärkten Investitionen (inkl. Anzahlungen) der vergangenen Jahre schlugen sich ebenso in der Bilanz der Nebelhornbahn nieder.

Laut Unternehmensangaben wurden im vergangenen Geschäftsjahr 2018/2019 Investitionen ins Anlagevermögen in Höhe von 18,55 Mio. € getätigt. Diese betrafen im Wesentlichen den Neubau der Nebelhornhauptbahn, die Fertigstellung der Verbesserung der Wasserleitung am Oybele-Parkplatz, die Ersetzung eines Quad und eines PKW sowie die Erweiterung der Anlagen zur maschinellen Beschneigung. Entsprechend hat das operative Anlagevermögen der Gesellschaft zum 31.10.2019 im Vergleich zum Vorjahr auf 33,22 Mio. € (VJ: 16,65 Mio. €) deutlich zugelegt.

Die massiven Investitionen ins Anlagevermögen wurden durch erwirtschaftete Gewinne, Abschreibungen sowie Bankdarlehen finanziert. Folglich erhöhten sich ebenfalls die Bankverbindlichkeiten zum 31.10.2018 im Vergleich zum Vorjahr um 4,67 Mio. € auf 13,54 Mio. € (VJ: 8,87 Mio. €).

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



Quelle: Nebelhornbahn-AG; GBC AG

Die Nebelhornbahn als Seilbahn- sowie Gastronomiebetreiber verfügt traditionell über eine hohe Sachanlagenintensität (>90,0%), wobei das Anlagevermögen zum 31.10.2019 in Höhe von 33,22 Mio. € zu einem großen Teil über Eigenkapital finanziert wurde. Bei einem Eigenkapitalwert in Höhe von 16,00 Mio. € lag die Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag mit 46,2% auf einem überdurchschnittlichen Niveau. Damit verfügt die Gesellschaft über eine sehr solide bilanzielle Situation. Demgegenüber standen zum Stichtag 31.10.2019 liquide Mittel in Höhe von 0,57 Mio. € (VJ: 10,31) zur Verfügung. Der deutliche Liquiditätsrückgang im Vergleich zum Vorjahresstichtag liegt in geleisteten Anzahlungen und vorgenommenen Investitionen im Zuge des Großprojektes Neubau Nebelhornbahn begründet.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • „Nebelhorn“ als regionale starke Marke mit langer Tradition, hoher Kundenorientierung, positivem Image und hohem Bekanntheitsgrad • Positionierung als Premium-Tourismusanbieter mit einem breiten Leistungsangebot und damit hohe regionale Differenzierung von Wettbewerbern • Vorstand und mittleres Management mit langjähriger Erfahrung im Tourismus • Stabiles, konjunkturunabhängiges Geschäftsmodell aufgrund eines breitem Produkt- und Saisonangebots • Begrenzte Wetterabhängigkeit durch ein breites Produktangebot in der Sommer- und Wintersaison; wobei das Geschäft tendenziell eher sommerlastig ist 	<ul style="list-style-type: none"> • Begrenzttes Wachstumspotenzial im Gastronomie- und Bergbahnsegment aufgrund von Flächenknappheit (insbesondere am Nebelhorngipfel, dem Highlight der Destination) • Abhängigkeit von Schlüsselpersonen im Top-Management • Sehr investitionsintensives Geschäftsmodell • Abhängigkeit von regionaler Politik, bspw. in Bezug auf Fördergelder oder größerer Bauvorhaben
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Wachstumsimpulse durch die Errichtung der neuen Hauptbahn samt dazugehöriger Stationen mit positiven Effekten für den Bahn- und Gastro-Bereich (deutlich mehr Gäste sind hierdurch zu erwarten) • Eine weitere Verbreiterung des Produkt- und Service-Angebots könnte zusätzliches Geschäftspotenzial erschließen und zugleich die Kundenbindung erhöhen • Noch stärkere Nutzung der Synergien zwischen dem Bahn- und Gastro-Segment • Nutzung von Skaleneffekten bei einer deutlichen Erhöhung des Geschäftsvolumens 	<ul style="list-style-type: none"> • Verzögerungen bei Großprojekten können sich negativ auf den Geschäftsverlauf auswirken • Allgemeine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage und damit des Urlaubs- und Freizeitverhaltens • Alternative Urlaubs-/Freizeitangebote oder neue aufkommende Freizeit-/Urlaubstrends könnten die Geschäftsentwicklung negativ beeinflussen

Quelle: GBC AG

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	2019/20e	2020/21e	2021/22e	2022/23e	2023/24e
Umsatzerlöse	4,06	8,44	13,23	13,58	13,92
EBITDA	-2,38	1,29	4,63	4,87	5,04
EBIT	-4,28	-0,86	1,28	1,52	1,69
Nettoergebnis	-4,61	-1,60	0,58	0,86	1,07
EPS in €	-3,41	-1,18	0,43	0,64	0,79

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen

Im vergangenen Geschäftsjahr konnte die Nebelhornbahn-AG das dritte Jahr infolge Umsatzerlöse im zweistelligen Millionenbereich erwirtschaften bzw. ein solches Umsatzniveau bestätigen. Hauptursächlich hierfür war das in der jüngsten Vergangenheit erfolgreich umgesetzte Großprojekt am Nebelhorn-Gipfel mit dem Ziel der Angebotsverbesserung sowie –erweiterung in diesem Bereich.

Nachdem die Gipfelstation deutlich aufgewertet wurde, strebt die Gesellschaft nun weitere Qualitäts- und Serviceverbesserungen im Bereich der Nebelhornhauptbahn und den dazugehörigen Stationen an und hat bereits die hierfür notwendigen Schritte eingeleitet. Dieser strategische Schritt beinhaltet hauptsächlich den schon in der zweiten Jahreshälfte 2019 begonnenen Neubau der Nebelhornhauptbahn. Hierdurch soll auch ein weiterer Wachstumsschritt unternommen und zugleich der allgemeine Qualitätsansatz des Unternehmens nochmals unterstrichen werden.

Die aktuelle Geschäftsperiode (GJ 2019/2020) wird unseres Erachtens nach neben der vorherrschenden Corona-Krise maßgeblich von dem in der Umsetzung befindlichen Großprojekt geprägt sein. Die Finanzierung dieses Vorhabens ist durch die im Dezember 2019 erteilte finanzielle Förderung (Volumen: 11,0 Mio. €) der Regierung von Schwaben in Verbindung mit den vorhandenen liquiden Mitteln sowie den anvisierten Bankdarlehen im vom Unternehmen geplanten Umfang gesichert. Erste notwendige und vorbereitende Baumaßnahmen (Fundamentarbeiten etc.) im Rahmen dieses Projekts wurden bereits im Herbst 2019 am Nebelhorn erfolgreich umgesetzt. Im Frühjahr des laufenden Geschäftsjahres wurden die Bauarbeiten planmäßig fortgesetzt.

Die neue Nebelhornhauptbahn samt neuer Talstation in der Planung



Quelle: Nebelhornbahn-AG

Im Mai 2020 hat das Unternehmen im Zuge der Corona-Problematik die vorzeitige Rundum-Erneuerung der Nebelhornbahn beschlossen. Im Zuge der Erneuerung der Nebelhornbahn erfolgt ebenfalls der Neubau der Tal-, Mittel- und Bergstation. Die hierfür notwendigen behördlichen Genehmigungen konnten vom Unternehmen erfolgreich eingeholt werden und liegen damit vor. Durch die vorgezogene Bauzeitplanung soll das Großprojekt rund sechs Monate früher als zuvor beabsichtigt fertiggestellt werden und damit die neue Hauptbahn samt neuer Bahnstationen an Ostern 2021 eröffnet werden. Die Gesamtkosten des Großprojektes, welches die Hauptbahn, verschiedene Bahnstationen und Verwaltungs-/Servicegebäude umfassen, belaufen sich laut Unternehmensangaben auf insgesamt 55,50 Mio. € (davon rund 45,0 Mio. € für die Hauptbahn).

Talstation – Abrissarbeiten und Aufbau erster Stützen



Quelle: Nebelhornbahn-AG

Nachdem die beschleunigte Umsetzung des Großprojektes beschlossen wurde, wurden ebenfalls die Bautätigkeiten im laufenden Geschäftsjahr intensiviert. So hat das Unternehmen im Mai bekannt gegeben, dass mit der Entkernung, dem Aushub und Fundament-Arbeiten für die neue Talstation begonnen wurde. Im nachfolgenden Monat Juni wurde die Talstation abgerissen und erste Stützen für die neue Hauptbahn errichtet. Weitere Bautätigkeiten wurden an verschiedenen Bereichen der Nebelhornbahn z.B. an der Mittelstation, vorgenommen. Insgesamt wird das umfassende Großprojekt mit Hochdruck vorangetrieben.

Talstation - Entkernung, Aushub und Fundamente



Quelle: Nebelhornbahn-AG

Für das aktuelle Geschäftsjahr 2019/2020 kalkulieren wir vor dem Hintergrund der vorzeitig beendeten Wintersaison und der beschleunigten Umsetzung des Großprojektes

ohne Gästebetrieb im Sommer lediglich mit Umsatzerlösen in Höhe der kürzlich veröffentlichten Halbjahresumsatzerlöse im Volumen von 4,06 Mio. €.

Im Folgejahr 2020/2021 rechnen wir mit einer Fortsetzung der umfangreichen Baumaßnahmen und einem hierdurch ausbleibenden Geschäftsbetrieb während der Wintersaison. Für April 2021 erwarten wir die Neueröffnung der Nebelhornbahn samt dazugehöriger neuer Bahnstationen. Damit sollte das Großprojekt pünktlich zum Beginn der Sommersaison fertiggestellt werden können und im Anschluss hieran seine erwarteten positiven Effekte entfalten. Die Nebelhornbahn erwartet durch die erfolgreiche Umsetzung des Projektes laut eigenen Angaben einen perspektiven Gesamtumsatz von 14,0 Mio. € sowie einen Gästeanstieg von 10,0%.

Wir gehen davon aus, dass die neue Bahn aufgrund ihres innovativen Charakters (Neuigkeitseffekt), des deutlich verbesserten Beförderungskomforts und ihrer hohen Leistungsfähigkeit einen hohen Gästezuspruch erhalten wird. Auch die neuen Bahnstationen sollten ebenfalls einen positiven Anklang bei den Besuchern erhalten. Insbesondere die neue Talstation mit ihrer einzigartigen architektonischen Gestaltung sollte für eine sehr positive Gästeresonanz sorgen. Mit heimischem Holz, imposanten Glaselementen und geschwungenen Linien soll sie künftig ein beeindruckendes Eingangstor zum Berg bilden.

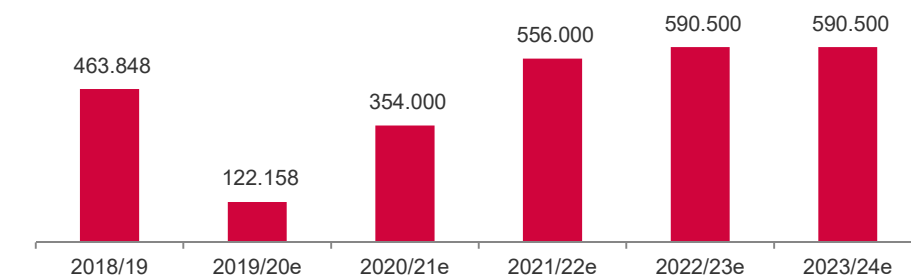
Design der neuen Talstation (Planung)



Quelle: Nebelhornbahn-AG

Durch die neue Hauptbahn ist neben der allgemeinen Qualitätssteigerung eine wesentlich höhere Beförderungsleistung (1.200 Personen / Std. statt zuvor: 600 Personen / Std.) möglich, was zu einer deutlichen Reduktion der bisherigen Wartezeit und einem geringeren „Gästeschwund“ während der Stoßzeiten führen sollte.

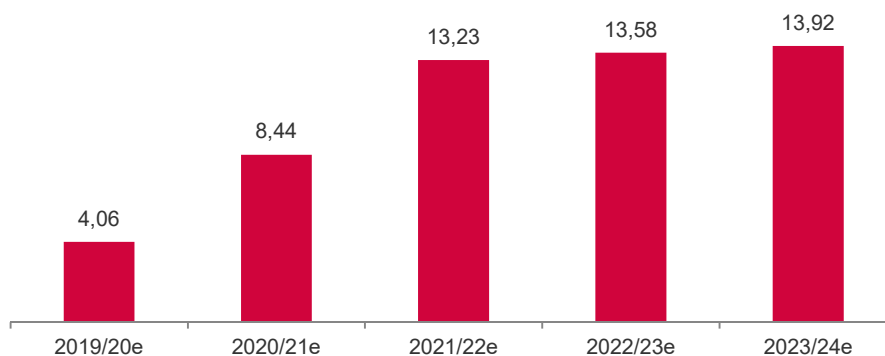
Erwartete Entwicklung der Gästeanzahl (in Mio.)



Quelle: GBC AG

Trotz eines erwarteten sehr hohen Gästezuspruchs während der Sommersaison (Neuigkeitseffekt), rechnen wir für die Geschäftsperiode 2020/2021 aufgrund der wegfallenden Wintersaison, bedingt durch die notwendigen Baumaßnahmen des Großprojektes, mit einer deutlich geringeren Besucheranzahl im Vergleich zu einem regulären Geschäftsjahr mit einer Gästeanzahl von traditionell über 450.000. Konkret kalkulieren wir für diese Geschäftsperiode mit einer Gästeanzahl in Höhe von insgesamt 354.000 und hierauf aufbauend mit Umsatzerlösen in Höhe von 8,44 Mio. €. Bei unserer Umsatzschätzung haben wir maßvolle Preisanpassungen im Bahnsegment aufgrund des deutlich verbesserten Beförderungsangebots einkalkuliert.

Erwartete Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

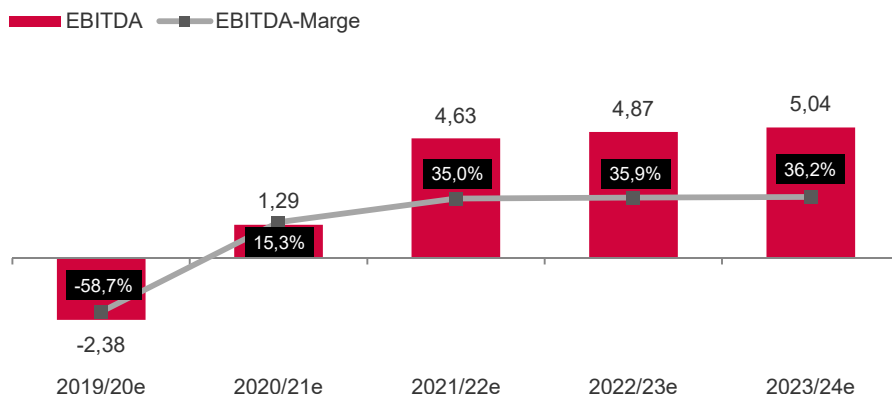
In dem darauffolgenden Geschäftsjahr 2021/2022 rechnen wir mit einem anhaltenden Neuigkeitseffekt und nun wieder mit einem regulären Bahnbetrieb während der Sommer- und Wintersaison. Entsprechend sollte die Gästeanzahl im Vergleich zum Vorjahr sprunghaft auf 556.000 ansteigen und somit maßgeblich zu einem regen Geschäft im Bahn- und Gastronomiebereich beitragen. Entsprechend sollten die Umsatzerlöse in dieser Geschäftsperiode auf 13,23 Mio. € deutlich zulegen. Für das nachfolgende Geschäftsjahr 2022/2023 kalkulieren wir auf Basis eines erneuten Besucheranstiegs aufgrund einer höheren Bekanntheit der „neuen Nebelhornbahn“ mit einem weiteren Umsatzanstieg auf 13,58 Mio. €. Im Folgejahr 2023/2024 sollten die Umsatzerlöse erneut auf 13,92 Mio. € zulegen können.

Ergebnisprognosen

Die vom Unternehmen verfolgte Wachstumsstrategie und Optimierungsmaßnahmen bezüglich des Geschäftsmodells spiegeln sich auch in unseren Ertragsprognosen wider. Für das laufende Geschäftsjahr 2019/2020 rechnen wir aufgrund der vorzeitigen Beendigung der Wintersaison und dem vorgezogenen Rundum-Neubau der Hauptbahn ohne Gästebetrieb im Sommer mit einem deutlich negativen Betriebsergebnis (EBITDA) in Höhe von -2,38 Mio. €.

Ab dem hieran anknüpfenden Geschäftsjahr 2020/2021 gehen wir trotz eines baumaßnahmenbedingten Wegfalls der Wintersaison aufgrund der Fertigstellung der Nebelhornhauptbahn an Ostern 2021 und den hieraus erwarteten positiven Effekten von einer deutlichen Geschäfts- und Ergebnisbelebung aus. Diese sollte im Geschäftsjahr 2020/2021 und in den Folgejahren zu einem dynamischen und nachhaltigen Ergebnisanstieg führen. Somit rechnen wir bereits im Geschäftsjahr 2020/2021 mit einem prognostizierten EBITDA in Höhe von 1,29 Mio. € und folglich mit dem Wiedererreichen der operativen Gewinnschwelle.

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



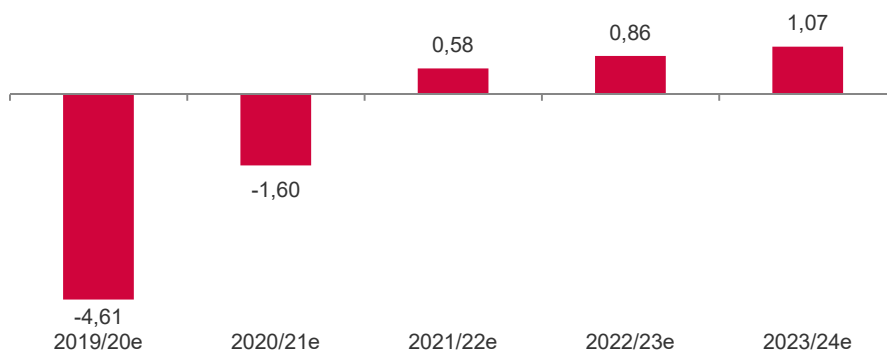
Quelle: GBC AG

Auf mittel- und langfristige Sicht rechnen wir insbesondere durch die höheren Kapazitäten und der allgemein höheren Auslastung der Hauptbahn in Verbindung mit einsetzenden Skaleneffekten sowie Synergieeffekten (Gastronomiebereich) mit einem überproportionalen Ergebnis- bzw. Renditeanstieg. In diesem Zusammenhang erwarten wir langfristig bei steigenden Umsätzen nur unterproportional verlaufende Personalaufwendungen, welche aktuell den größten Kostenblock des Unternehmens darstellen.

Des Weiteren gehen wir für die kommenden Jahre aufgrund der sehr hohen Investitionen im Zusammenhang mit dem angestoßenen Großprojekt von deutlich höheren Abschreibungen sowie Zinsaufwendungen aus. Daher erwarten wir, dass die bisherigen jährlichen Zinsaufwendungen von zuletzt 0,12 Mio. € auf langfristig 0,62 Mio. € und die jährlichen Abschreibungen von zuletzt 1,95 Mio. € auf langfristig 3,35 Mio. € zulegen werden. Aufgrund der prognostizierten kurzfristigen negativen Nettoergebnisse, rechnen wir auf mittel- und langfristige Sicht mit keinen Steueraufwendungen bzw. lediglich mit einer Minderbesteuerung.

Insgesamt kalkulieren wir somit für das laufende Geschäftsjahr 2019/2020 mit einem Nettoergebnis in Höhe von -4,61 €. Im nachfolgenden Geschäftsjahr rechnen wir ebenfalls aufgrund der ausbleibenden Wintersaison infolge der Baumaßnahmen rund um das Großprojekt noch mit einem negativen Nettoergebnis in Höhe von -1,60 Mio. €.

Erwartete Jahresergebnisentwicklung (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

In den Folgejahren gehen wir aufgrund eines wieder bestehenden regulären Saisonverlaufs und den prognostizierten positiven Effekten aus dem Rundum-Neubau der Nebelhornbahn von nachhaltigen positiven Nettoergebnissen aus. Somit erwarten wir für das

Geschäftsjahr 2021/22 ein Nettoergebnis in Höhe von 0,58 Mio. €. In den Folgejahren gehen wir von weiteren Ergebnisverbesserungen auf dann 0,86 Mio. € (GJ 2022/2023) bzw. 1,07 Mio. € (GJ 2023/2024) aus.

Durch die begonnene Rundum-Erneuerung der Nebelhornhauptbahn hat das Management des Unternehmens einen weiteren Wachstumsimpuls gesetzt und neben den allgemeinen Qualitätsansatz des Tourismusbetriebs untermauert. Wir sind davon überzeugt, dass durch die begonnenen Strukturmaßnahmen das Unternehmen auf ein nochmal deutlich höheres „wirtschaftliches Niveau gehoben wird“ und zugleich die Marktposition deutlich gestärkt wird. Dies sollte sich ebenfalls in einer wesentlich höheren Ertragskraft, Rentabilität und Markenstärke der Gesellschaft bemerkbar machen.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Nebelhornbahn-AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019/2020 bis 2024/2025 in Phase 1 und für die Jahre 2025/2026 bis 2026/27 in Phase 2. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt und eine nachhaltige Steuerquote von 30,0% unterstellt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0%.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Nebelhornbahn-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%.**

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 0,63. Dieser relativ geringe Wert trägt dem relativ konjunkturunabhängigen Geschäftsmodell des Unternehmens Rechnung. Die Nebelhornbahn-AG hat über Jahre hinweg die Robustheit seines Geschäfts bewiesen und solide Ergebnisse erzielt.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 4,44% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 40,0% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 2,56%.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 2,6% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert der Nebelhornbahn-AG zum Ende des Geschäftsjahres 2019/2020 beträgt 45,60 € je Aktie (zuvor: 50,02 €). Damit haben wir unser bisheriges Kursziel gesenkt. Hauptursächlich hierfür sind zwei gegenläufige Effekte. Einerseits sind die Gesamtinvestitionen für den Rundum-Neubau der Hauptbahn aufgrund von zusätzlichen städtebaulichen Investitionen höher ausgefallen als von uns zuvor erwartet und haben damit zu einer Anhebung unserer bisherigen Capex-Prognosen geführt. Andererseits hat der einsetzende Rollover-Effekt einer hierdurch bedingten stärkeren Kurszielsenkung entgegengewirkt.

Hinweis: Bei unserer Unternehmensbewertung haben wir die im Unternehmensbesitz befindlichen Grundstücke noch nicht berücksichtigt. Diese könnten auf Basis einer groben Überschlagsrechnung stille Reserven von bis zu 20,0 Mio. € beinhalten, welche bei Berücksichtigung eine weitere deutliche Erhöhung des Unternehmenswertes bedeuten würde.

DCF-Modell

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	2,3%
EBITDA-Marge	36,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	15,7%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate						consistency		final End- wert
	GJ 19/20e	GJ 20/21e	GJ 21/22e	GJ 22/23e	GJ 23/24e	GJ 24/25e	GJ 25/26e	GJ 26/27e	
Umsatz (US)	4,06	8,44	13,23	13,58	13,92	14,24	14,57	14,90	
US Veränderung	-62,4%	108,2%	56,6%	2,7%	2,5%	2,3%	2,3%	2,3%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,08	0,14	0,22	0,23	0,24	0,25	0,27	0,28	
EBITDA	-2,38	1,29	4,63	4,87	5,04	5,16	5,32	5,44	
EBITDA-Marge	-58,7%	15,3%	35,0%	35,9%	36,2%	36,2%	36,5%	36,5%	
EBITA	-4,28	-0,86	1,28	1,52	1,69	2,06	2,22	2,34	
EBITA-Marge	-105,5%	-10,2%	9,7%	11,2%	12,2%	14,4%	15,2%	15,7%	15,7%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,67	-0,70	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-4,28	-0,86	1,28	1,52	1,69	2,06	1,55	1,64	
Kapitalrendite	-12,6%	-1,6%	2,0%	2,5%	2,8%	3,5%	2,7%	3,0%	3,1%
Working Capital (WC)	0,20	0,42	0,66	0,68	0,70	0,71	0,73	0,75	
WC zu Umsatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	0,51	-0,22	-0,24	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	53,82	62,17	61,12	59,87	58,02	56,32	54,52	52,67	
AFA auf OAV	-1,90	-2,15	-3,35	-3,35	-3,35	-3,10	-3,10	-3,10	
AFA zu OAV	3,5%	3,5%	5,5%	5,6%	5,8%	5,5%	5,7%	5,9%	
Investitionen in OAV	-22,50	-10,50	-2,30	-2,10	-1,50	-1,40	-1,30	-1,25	
Investiertes Kapital	54,02	62,59	61,78	60,55	58,71	57,03	55,25	53,41	
EBITDA	-2,38	1,29	4,63	4,87	5,04	5,16	5,32	5,44	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,67	-0,70	
Investitionen gesamt	-21,99	-10,72	-2,54	-2,12	-1,52	-1,42	-1,32	-1,27	
Investitionen in OAV	-22,50	-10,50	-2,30	-2,10	-1,50	-1,40	-1,30	-1,25	
Investitionen in WC	0,51	-0,22	-0,24	-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	-24,37	-9,43	2,09	2,75	3,53	3,74	3,34	3,47	107,28

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	97,47	109,39
Barwert expliziter FCFs	7,60	17,22
Barwert des Continuing Value	89,87	92,17
Nettoschulden (Net debt)	42,07	47,74
Wert des Eigenkapitals	55,39	61,65
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	55,39	61,65
Ausstehende Aktien in Mio.	1,35	1,35
Fairer Wert der Aktie in EUR	40,97	45,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,63
Eigenkapitalkosten	4,4%
Zielgewichtung	40,0%
Fremdkapitalkosten	1,8%
Zielgewichtung	60,0%
Taxshield	25,0%
WACC	2,6%

Kapitalrendite	WACC				
	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
2,9%	65,51	46,07	33,54	24,79	18,34
3,0%	74,98	53,45	39,57	29,88	22,74
3,1%	84,45	60,82	45,60	34,98	27,14
3,2%	93,92	68,20	51,64	40,07	31,54
3,3%	103,39	75,58	57,67	45,16	35,94

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,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 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 Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, 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