



Researchstudie (Update)



Prognosen und Kursziel nach guten Halbjahreszahlen 2010 erhöht

Kursziel: 3,80 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG ^{*5}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 3,80

aktueller Kurs: 2,45

4.11.2010 / FFM

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,100

Marketcap³: 7,60

EnterpriseValue³: 3,27

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 51,6 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 12

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

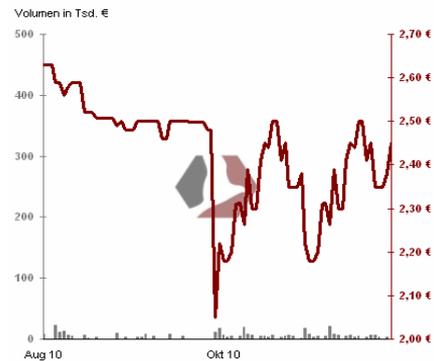
Fokus: Bier- und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 79 Stand: 30.6.2010

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 derzeit auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH & Co. KG, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH & Co. KG liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere in Bayern bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH & Co. KG 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 & Co. KG ihre Getränke grundsätzlich deutschlandweit vertreibt, ist ihre Geschäftstätigkeit auf die Regionen Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg konzentriert. Über die 40 %ige Beteiligung an der Tre Effe S.R.L. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH & Co. KG zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	15,55	15,46	15,67	15,90
EBITDA	1,68	1,70	1,84	1,90
EBIT	0,22	0,21	0,37	0,40
Jahresüberschuss	0,04	0,11	0,11**	0,36

Kennzahlen in EUR	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Gewinn je Aktie*	0,03	0,10	0,04**	0,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,02	0,08

Kennzahlen	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
EV/Umsatz	0,54	0,21	0,21	0,21
EV/EBITDA	5,00	1,92	1,77	1,72
EV/EBIT	38,59	15,47	8,85	8,14
KGV	210,97	67,81	66,62	21,33
Kurs-FCF-Verhältnis	neg.	3,84	11,68	8,44
KBV		0,75		

* Die Jahre 2008 und 2009 beziehen sich auf eine Aktienzahl von 1,10 Mio. Stück

** inklusive IPO-Kosten in Höhe von 0,22 Mio. €

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

12.7.2010: RS / 3,65 / KAUFEN

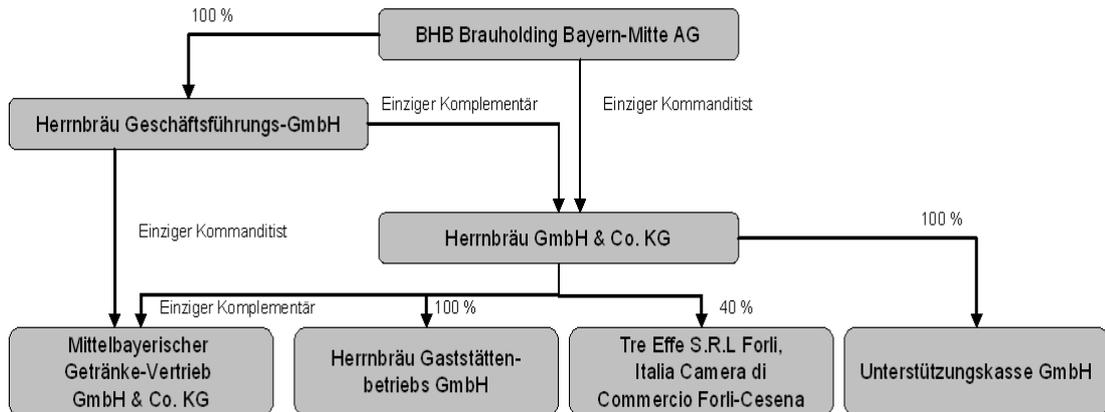
23.6.2010: RS / 3,65 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Auasbura angefordert werden.

Unternehmen

Unternehmensstruktur

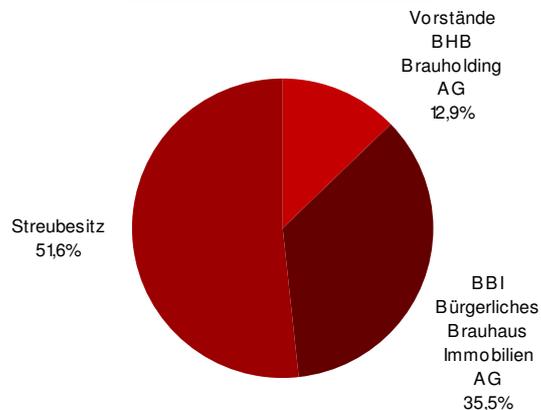


Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Aktionärsstruktur

	vor IPO	nach IPO
Vorstände BHB Brauholding AG	26,7 %	12,9 %
BBI Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	73,3 %	35,5 %
Streubesitz	0,0 %	51,6 %
Summe	100,0 %	100,0 %

Aktionärstruktur (Post-IPO)



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

Markenportfolio



Quelle: BHB Brauholding AG

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2010 - Absatz, Ergebnisse und Margen steigen

In Mio. €	HJ 2009	HJ 2010	Delta 2009/2010
Absatzmenge in Hl	98.065	99.289	+1,2 %
Umsatzerlöse	7,43	7,40	-0,5 %
EBITDA	0,74	0,92	+23,5 %
EBITDA-Marge	10,0 %	12,4 %	+2,4 Pp.
EBIT	-0,02	0,13	k.A.
EBIT-Marge	neg.	1,7 %	+2,0 Pp.
Periodenergebnis	-0,06	-0,05*	k.A.

Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC; * inklusive 0,10 Mio. € Kosten für den Börsengang

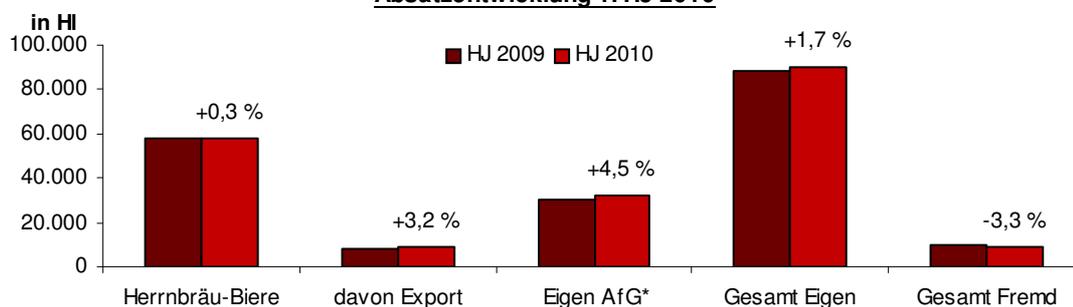
Umsatzentwicklung - Absatzanstieg im rückläufigen Marktumfeld - Umsätze stabil

Im 1. HJ 2010 verringerte sich der Bierabsatz in Deutschland um 0,7 %, in Bayern sogar um 1,7 % gegenüber dem Vorjahr. Damit setzte sich der Abwärtstrend der Vorjahre weiter fort. Dies konnte auch nicht durch einen außerordentlich starken Juni verhindert werden, der im Zuge der Fußball-WM und des guten Wetters einen Absatzzuwachs von 7,8 % verzeichnen konnte.

Umso erfreulicher ist es, dass die BHB Brauholding AG im gleichen Zeitraum entgegen dem Markttrend einen Zuwachs beim Eigenbierabsatz um 0,3 % auf 58.211 Hektoliter (Hl) erreichen konnte. Auch wenn man sich dem schwachen Marktumfeld auf dem heimischen Markt nicht vollständig entziehen konnte, brachte vor allem das immer stärker werdende Exportgeschäft entscheidende Impulse. Der Export von Eigenbierprodukten legte im 1. HJ 2010 um 3,2 % zu, wobei Italien mit einem Zuwachs um 6,8 % den stärksten Exportmarkt darstellte. Andere Märkte, wie beispielsweise Polen, waren dagegen leicht rückläufig. Insgesamt verbesserte sich die Exportquote weiter von 14,1 % zum Ende des GJ 2009 auf nunmehr 15,0 %. Noch dynamischer entwickelte sich der Absatz der eigenen alkoholfreien Getränke. Hier konnte auf Grund eines turnusmäßig wechselnden Zulieferervertrages, der im Vorjahr nicht zu Buche stand, ein Zuwachs um 4,5 % erreicht werden.

Bei den Fremdgetränken (Handelswaren) wurde hingegen ein Absatzrückgang um 3,3 % erzielt, was jedoch auf strategische Gründe zurückzuführen ist. Hintergrund ist die strategische Entscheidung einer verstärkten Konzentration auf die eigenen Marken, da diese einen höheren Margenbeitrag leisten und damit die Profitabilität verbessert wird. Des Weiteren ist der Anteil der Fremdprodukte am Gesamtabsatz mit 9,2 % ohnehin sehr niedrig.

Absatzentwicklung 1. HJ 2010



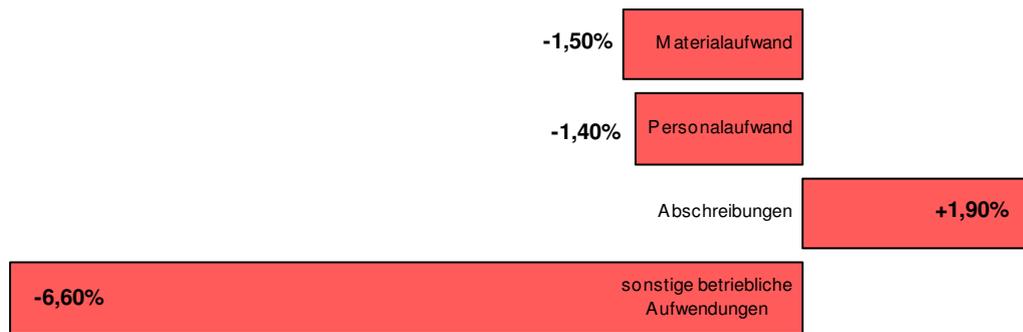
Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC; * AfG = Alkoholfreie Getränke

Trotz der leichten Absatzverbesserung im 1. HJ 2010 waren die Getränkeumsatzerlöse geringfügig um 0,1 % auf 6,67 Mio. € rückläufig. Zurückzuführen ist dies auf weitere Preisrückgänge am Markt, die durch den Absatzanstieg nicht vollständig kompensiert werden konnten. Durch den anhaltenden Absatzrückgang auf dem deutschen Biermarkt sind aus Konsumentensicht rückläufige Bierpreise zu beobachten. Inclusive der Pachterträge und sonstigen Erlösen summierten sich die Umsatzerlöse auf 7,40 Mio. € und lagen mit -0,5 % ebenfalls geringfügig unterhalb der Vorjahresniveaus.

Ergebnisentwicklung - Kostensenkungen verbessern Margen - EBITDA +24 %

Die herbeigeführten Veränderungen im Umsatzmix, zu Gunsten der Eigenmarken, zur weiteren Stärkung der Ergebnisqualität, trugen aber bereits im 1. HJ 2010 Früchte. So konnte eine Verbesserung der Rohertragsmarge um 0,9 Prozentpunkte auf 66,1 % erzielt werden. Zur Senkung des Materialaufwandes und damit zur Stärkung der Rohertragsmarge trug zudem auch eine Beruhigung der Rohstoffpreissituation im GJ 2009 bei, nachdem die Preise für Malz und Hopfen im GJ 2008 massiv anzogen. Da der Verbrauch der in 2009 bezogenen Rohstoffe überwiegend im Verlauf des Jahres 2010 erfolgt, ist eine Entlastung aus den Preisrückgängen noch im laufenden GJ zu beobachten.

Entwicklung der operativen Kosten



Quelle: Berechnungen GBC

Auch im Bereich der Personalaufwendungen wurden weitere Effizienzsteigerungen erreicht. So reduzierte sich der Mitarbeiterbestand zum Stichtag 30.06.2010 um 4 Personen auf 79 Mitarbeiter. Damit konnte eine Senkung der Personalaufwendungen um 1,4 % auf 2,19 Mio. € erreicht werden, trotz einer Tarifierhöhung um 2,4 % zum 1. April 2010.

Der größte Rückgang, absolut und prozentual gesehen, konnte bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen erreicht werden. Dabei sorgten insbesondere das Auslaufen von Leasingverträgen für Anlagevermögen (z.B. Sudhausanlagen) und weniger in Anspruch genommene Fremdleistungen, etwa für Leiharbeiter, für diese Verbesserung.

Als Resultat der Kostensenkungen konnte das EBITDA gegenüber dem Vorjahr um 23,5 % auf 0,92 Mio. € gesteigert werden. Die EBITDA-Marge verbesserte sich im gleichen Zuge von 10,0 % auf 12,4 %. Wir beurteilen die erzielten Kostensenkungen und damit einhergehende Margensteigerung als großen Erfolg, welche die eingeschlagene strategische Ausrichtung des Unternehmens bereits jetzt unterstreicht. Zudem führten die Kostensenkungen bereits auf Halbjahresbasis zu einem positiven EBIT in Höhe von 0,13 Mio. €, nachdem im Vorjahr noch ein negatives EBIT von -0,02 Mio. € zu Buche stand.

Das Nettoergebnis lag mit -0,005 Mio. € noch leicht im negativen Bereich. Jedoch ist hierbei zu berücksichtigen, dass zum Halbjahr bereits Kosten für den Börsengang in Höhe von 0,10 Mio. € angefallen waren. Bereinigt um diesen Einmalaufwand wäre das Periodenergebnis zum 30.06.2010 mit 0,10 Mio. € positiv ausgefallen, nach -0,06 Mio. € im Vorjahr.

Cashflow-Entwicklung - operativer Cashflow (+54,4%) unterstreicht gute Ergebnisse

Kongruent zur starken Ergebnisentwicklung legte auch der operative Cashflow stark zu. Mit 0,22 Mio. € lag dieser um +56,4 % über dem Vorjahresniveau. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Großteil des operativen Cashflows traditionell in der zweiten Jahreshälfte erwirtschaftet wird.

Die Investitionen in langfristige Anlagegüter (CAPEX) verringerten sich hingegen von 0,92 Mio. € auf 0,66 Mio. €, wobei die Investitionen in Anlagevermögen gemäß unseren Erwartungen in 2010 und den Folgejahren insgesamt voraussichtlich unterhalb des durchschnittlichen Niveaus der vergangenen Jahre liegen werden. Die Nettoinvestitionen in die Absatzfinanzierung betragen des Weiteren 0,39 Mio. €. Der Free-Cash-Flow lag damit zum Halbjahr mit -0,82 Mio. € zwar erwartungsgemäß noch im negativen Bereich, was sich jedoch zum Gesamtjahr in den positiven Bereich umkehren sollte.

Bilanzielle und finanzielle Situation - Börsengang stärkte EK-Basis merklich

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) HGB	Bilanzstichtag: 31.12.2009	Bilanzstichtag: 30.06.2010	Bilanzstichtag 31.12.2010e*
Operatives Anlagevermögen	4,87	4,79	4,74
Working Capital	0,60	1,14	0,63
Nettofinanzvermögen**	-0,44	-0,07	4,12
Zinsbare Verbindlichkeiten	3,79	3,68	2,25
Finanzvermögen**	3,35	3,61	6,37
Eigenkapitalquote in %	43,5 %	47,0 %	66,3 %
Gezeichnetes Kapital	1,10	1,50	3,10
Aktienanzahl	1,10	1,50	3,10

Quelle: Berechnungen GBC; * Prognose GBC, ** inkl. Finanzanlagen

Am 08.07.2010, nach dem Halbjahresbilanzstichtag, vollzog die BHB Brauholding AG den Gang an die Börse. Im Rahmen der begleitenden Kapitalerhöhung wurden 1,60 Mio. neue Aktien zu einem Platzierungspreis von 2,80 € pro Aktie emittiert. Damit betrug der Bruttoemissionserlös 4,48 Mio. €. Das Grundkapital erhöhte sich auf 3,10 Mio. €, eingeteilt in 3,1 Mio. Aktien.

Durch die Kapitalerhöhung verbesserte sich die Kapitalstruktur der BHB Brauholding AG weiter. Nachdem die Eigenkapitalquote zum HJ 2010 bei 47,0 % lag, wurde diese im Zuge der Kapitalzufuhr auf 61,0 % erhöht. Bis zum Geschäftsjahresende erwarten wir einen weiteren Anstieg auf dann 66,3 %. Der Bestand an liquiden Mitteln verbesserte sich durch die Kapitalerhöhung gleichzeitig auf rund 4,50 Mio. €. Damit ist die Ausstattung der Gesellschaft mit Eigenkapital und liquiden Mitteln im Branchenvergleich überdurchschnittlich hoch und verleiht dem Unternehmen ausreichend Flexibilität, um das geplante Wachstum der kommenden Jahre zu forcieren.

Der Emissionserlös soll zum Einen dazu verwendet werden, um bestehende Bankkredite abzulösen. Bestanden zum HJ 2010 noch Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten in Höhe von 3,68 Mio. €, wurde im Nachgang des Börsenganges bereits begonnen diese zurückzuführen. Wir rechnen im laufenden GJ mit einer Rückführung der Kredite um rund 1,50 Mio. €, so dass zum Jahresende nur noch 2,25 Mio. € Kreditverbindlichkeiten bestehen sollten. Die Liquidität sollte die Kreditverbindlichkeiten dabei dann so weit übersteigen, dass ein Nettofinanzvermögen (inkl. Finanzanlagen) in Höhe von rund 4,12 Mio. € besteht.

Des Weiteren sollen die Mittel aus dem Börsengang dazu verwendet werden, die eingeschlagene Wachstumsstrategie zu forcieren und die Marktdurchdringung zu vergrößern, so wie es im Rahmen des Börsengangs angekündigt wurde. Auch hier ist das Unternehmen im Nachgang des Börsengangs bereits tätig geworden und gab Ende Juli eine strategische Partnerschaft mit der Privatbrauerei Leitner Bräu GmbH & Co. KG bekannt. Die Vereinbarung sieht vor, dass die BHB Brauholding AG die Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu übernimmt. Durch den vollzogenen Schritt erweitert seit dem 01.08.2010 nicht nur die Marke Leitner Bräu das Markenportfolio der BHB Brauholding AG, sondern die Marke kann nun auch über die bereits bestehenden Vertriebskanäle der BHB Brauholding AG vertrieben werden. Zudem wird der Kundenkreis für alkoholfreie Getränke erweitert, da bestehende Kunde von Leitner Bräu nun auch die alkoholfreien Produkte der BHB Brauholding AG angeboten bekommen können.

Der Kaufpreis der Vertriebs- und Markenrechte wurde nicht bekannt gegeben. Jedoch sollte durch die Akquisition lediglich eine Erhöhung der immateriellen Vermögensgegenstände stattfinden, da eine Übernahme des Sachanlagevermögens nur im unerheblichen Umfang stattgefunden hat. Gemäß dem Jahresabschluss der Leitner Bräu GmbH & Co. KG vom 31.12.2008 (Quelle: *Elektronischer Bundesanzeiger*) betrug das Sachanlagevermögen, inklusive immateriellem Vermögen, 0,22 Mio. €. Wir gehen davon aus, dass der Kaufpreis diesen Betrag nicht wesentlich überschritten hat. Von einer maßgeblichen Bilanzverlängerung bei der BHB Brauholding AG ist daher nicht auszugehen.

Prognose und Modellannahmen

Hinweis: Die Angaben zur historischen Geschäftsentwicklung beziehen sich nur auf die Herrnbräu GmbH & Co. KG. Für das Geschäftsjahr 2010e und 2011e ist hingegen die konsolidierte Betrachtung der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG maßgeblich.

In Mio. €	2009	2010e (alt)	2010e (neu)	2011e (alt)	2011e (neu)
Umsatz	15,46	15,50	15,67	15,50	15,90
EBITDA	1,70	1,82	1,84	1,87	1,90
EBITDA-Marge	11,0 %	11,8 %	11,8 %	12,0 %	12,0 %
EBIT	0,21	0,35	0,37	0,37	0,40
EBIT-Marge	1,4 %	2,2 %	2,4 %	2,4 %	2,5 %
Konzernergebnis	0,11	0,05*	0,11*	0,35	0,36

Quelle: GBC; inkl. IPO-Kosten in Höhe von 0,22 Mio. €

Umsatzprognosen - Akquisition bringt Wachstum im rückläufigen Marktumfeld

Die Übernahme der Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu sollte im GJ 2010 auf die Umsatzerlöse erst noch geringe Auswirkungen haben. Daher heben wir unsere bisherige Umsatzprognose nur leicht von 15,50 Mio. € auf 15,67 Mio. € an. Für das GJ 2011 gehen wir indes davon aus, dass auf Grund der Akquisition ein Umsatzniveau von fast 16 Mio. € erreicht werden kann, nach einer bisherigen Prognose von 15,50 Mio. €. Organisch behalten wir jedoch unsere bisherige Annahme von einem unveränderten Umsatzniveau im Vergleich zum Vorjahr bei.

Insbesondere das dynamisch wachsende Exportgeschäft sollte dabei einen ausgleichenden Effekt zu den Absatzmengen- und Absatzpreistrückgängen schaffen, die den Biermarkt bestimmen. Nicht zuletzt sollten die verstärkten Anstrengungen zur Markenbildung der Preiserosion am Markt entgegenwirken und die Umsatzerlöse mit den bisherigen Marken stabilisieren. Durch das anorganische Wachstum erwarten wir insgesamt einen Umsatzzuwachs um 1,3 % im GJ 2010 und um 1,5 % im GJ 2011. Damit sollte sich die Konsolidierungsstrategie der BHB Brauholding AG positiv auswirken und weiterhin ein Wachstum entgegen dem Markttrend ermöglichen.

Ergebnisprognosen - Steigerungen der Ergebnisse erwartet - Prognosen erhöht

Bei den Ergebnisprognosen haben wir unsere grundlegenden Annahmen aus der Researchstudie (IPO) vom 23.06.2010 unverändert belassen. Daher erwarten wir für das GJ 2010 auch weiterhin eine EBITDA-Marge von 11,8 % und 12,0 % für das GJ 2011. Die absolute EBITDA-Ergebniszahl erhöht sich im GJ 2010 auf Grund des höheren Umsatzniveaus auf erwartete 1,84 Mio. €. Im Zuge unveränderter Abschreibungen heben wir auch die EBIT-Erwartung um 0,02 Mio. € auf 0,37 Mio. € an. Die EBIT-Marge nimmt dabei gleichzeitig von 2,2 % auf 2,4 % zu. Beim Konzernjahresüberschuss gehen wir nun davon aus, dass ein Wert von 0,11 Mio. € erzielt werden kann, inklusive 0,22 Mio. € IPO-Kosten.

Im GJ 2011 gehen wir dann davon aus, dass sich zum Einen die erhöhte Umsatzbasis und zum Anderen die nur unterproportional anwachsenden Abschreibungen nochmals positiv auf die EBIT-Marge auswirken werden, die wir dann bei 2,5 % erwarten. Dies entspricht einem absoluten EBIT für das GJ 2011 von 0,40 Mio. €, bzw. einer Steigerung gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 8,4 %.

Der Jahresüberschuss sollte vor dem Hintergrund des deutlich sinkenden Zinsaufwandes im Zuge der starken Rückführung von Kreditverbindlichkeiten noch deutlicher zulegen können. Wir erwarten nun einen Anstieg des Jahresüberschusses auf 0,36 Mio. €, nachdem wir bislang von 0,35 Mio. € ausgegangen waren. Der starke Anstieg ist auch dem Wegfall der in 2010 einmalig anfallenden IPO-Kosten geschuldet.

Insgesamt beurteilen wir die operativen Aussichten auf das laufende und kommende GJ somit sehr positiv. Die ergriffenen Kostensenkungen zeigen bereits Wirkung und sollten auch in Zukunft noch für eine weitere Steigerung der Ergebnishöhe sowie auch Ergebnisqualität führen.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 bis 2011 in Phase 1 (siehe Seite 6), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 0,1 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0 % 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 0 %. Gegenüber der Researchstudie (IPO) haben wir die Modellannahmen damit unverändert belassen.

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.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 2,50 % (bisher 3,00 %).

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 0,80 (bisher 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,92 % (bisher: 7,40 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,92 % (bisher: 7,40 %).

Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 6,92 % errechnet. Gleichzeitig nehmen wir einen Roll-over vor und prolongieren das Kursziel auf Ende des Geschäftsjahres 2011 (bisher: Ende 2010). Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht damit als Kursziel 3,80 € pro Aktie (bisher: 3,65 € pro Aktie).

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	0,1%	ewiges Umsatzwachstum	0,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	34,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	4,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	15,67	15,90	15,92	15,93	15,95	15,96	15,98	16,00	
US Veränderung	1,3%	1,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,31	3,66	4,04	4,33	4,42	4,48	4,53	4,57	
EBITDA	1,84	1,90	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,93	
EBITDA-Marge	11,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	0,37	0,40	0,42	0,56	0,65	0,68	0,69	0,71	
EBITA-Marge	2,4%	2,5%	2,6%	3,5%	4,1%	4,2%	4,3%	4,4%	4,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,06	-0,09	-0,13	-0,17	-0,19	-0,20	-0,21	-0,21	
	14,9%	21,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,31	0,31	0,29	0,39	0,45	0,47	0,49	0,49	
Kapitalrendite	5,7%	5,8%	5,8%	8,4%	10,3%	10,9%	11,4%	11,6%	10,7%
Working Capital (WC)	0,63	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	
WC zu Umsatz	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in WC	-0,03	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	4,74	4,34	3,94	3,68	3,61	3,56	3,53	3,50	
AFA auf OAV	-1,48	-1,50	-1,50	-1,36	-1,27	-1,25	-1,23	-1,22	
AFA zu OAV	31,1%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	34,6%	
Investitionen in OAV	-1,35	-1,10	-1,10	-1,10	-1,20	-1,20	-1,20	-1,19	
Investiertes Kapital	5,37	5,06	4,66	4,40	4,33	4,28	4,25	4,22	
EBITDA	1,84	1,90	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,93	
Steuern auf EBITA	-0,06	-0,09	-0,13	-0,17	-0,19	-0,20	-0,21	-0,21	
Investitionen gesamt	-1,38	-1,19	-1,10	-1,10	-1,20	-1,20	-1,20	-1,19	
Investitionen in OAV	-1,35	-1,10	-1,10	-1,10	-1,20	-1,20	-1,20	-1,19	
Investitionen in WC	-0,03	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,41	0,63	0,69	0,65	0,52	0,52	0,52	0,52	6,55
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	7,27	7,14							
Barwert expliziter FCFs	3,17	2,76							
Barwert des Continuing Value	4,10	4,38							
Nettoschulden (Net debt)	-4,11	-4,62							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11,38	11,77							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	11,38	11,77							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,100	3,100							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,67	3,80							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	6,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	5,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,3%
WACC	6,9%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	5,9%	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%
6,7%	3,48	3,37	3,27	3,19	3,11
8,7%	3,80	3,66	3,53	3,43	3,33
10,7%	4,13	3,95	3,80	3,66	3,55
12,7%	4,46	4,24	4,06	3,90	3,77
14,7%	4,78	4,53	4,32	4,14	3,99

Fazit - Halbjahreszahlen besser als erwartet - Kursziel auf 3,80 € angehoben - Aktie weiterhin günstig bewertet - Rating KAUFEN bestätigt

Das 1. Halbjahr 2010 entwickelte sich bei der BHB Brauholding AG besser als erwartet. In einem weiter schwierigen Marktumfeld konnte das Unternehmen die Absatzmengen sogar weiter verbessern und damit Marktanteile hinzugewinnen. Insbesondere erfreulich entwickelte sich jedoch vor allem die Ergebnissituation. Bei den operativen Kosten konnten teilweise merkliche Senkungen erzielt werden, was sich in einer deutlich verbesserten Margensituation niederschlug. So kletterte die EBITDA-Marge von 10,0 % im Vorjahr auf nunmehr 12,4 %. Beim Nettoergebnis wurde (ohne Berücksichtigung der IPO-Kosten) ein positiver Wert in Höhe von 0,10 Mio. € erzielt, nachdem im Vorjahr noch ein negativer Wert erwirtschaftet wurde.

Mit dem vollzogenen IPO (Börsengang) im Juli 2010 floss dem Unternehmen ein Bruttoemissionserlös von 4,48 Mio. € zu. Es wurde bereits begonnen die Mittel, wie im Rahmen des Börsengangs angekündigt, zu verwenden. Zum Einen wurde die Kapitalstruktur durch die Tilgung von Kreditverbindlichkeiten verbessert. Zum Anderen sollen die Mittel dazu verwendet werden, die Marktkonsolidierung voranzutreiben und das Wachstum durch sinnvolle Übernahmen auszubauen. Ende Juli meldete das Unternehmen mit der Übernahme der Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu GmbH & Co. KG hierzu bereits erste Erfolge.

Im Zuge der verbesserten Ergebnissituation sowie des anorganischen Wachstums haben wir unsere Prognosen für die Geschäftsjahre 2010 und 2011 nach oben angepasst. So gehen wir nun von einem Umsatzwachstum in Höhe von 1,3 % für 2010 und 1,5 % in 2011 aus. Zuvor hatten wir gleichbleibende Umsatzbeiträge erwartet. Die Erwartungen für die Ergebnismargen haben wir konservativ auf den bisherigen Niveaus belassen. Dennoch ergibt sich auf Grund des erhöhten Umsatzniveaus eine absolute Steigerung der Ergebniskennzahlen.

Vor dem Hintergrund der Prognoseanhebung haben wir auch das Kursziel für die Aktien der BHB Brauholding AG nach oben korrigiert. Zwar bewirkt die Übernahme der Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu in Zusammenwirkung mit den konservativen Ergebnisschätzungen eine leichte Reduktion der erwarteten Kapitalrenditen, jedoch wirken diesen höhere absolute Ergebnisse und niedrigere gewichtete Kapitalkosten (WACC) - auf Grund eines gesenkten risikolosen Zinssatzes - entgegen. Zudem haben wir das Kursziel auf das Geschäftsjahr 2011 prolongiert. Insgesamt errechnet sich somit ein neues Kursziel in Höhe von 3,80 €, nach zuvor 3,65 €.

Bei einem aktuellen Kurs von 2,45 € ist die Aktie damit weiterhin stark unterbewertet. Der Wert des Eigenkapitals der Gesellschaft wird lediglich zu knapp drei Vierteln im derzeitigen Börsenwert widergespiegelt. Allein der Substanzwert der Aktie berechnet sich auf rund 3,35 € pro Aktie.

Eine Betrachtung der KGV-Kenngrößen ist im Falle der BHB Brauholding AG darüber hinaus nicht aussagekräftig, da das Unternehmen branchenbedingt hohe Abschreibungen aufweist und die Nettoergebnisse damit stark beeinflusst sind. Die Cashflows sind hingegen seit vielen Geschäftsjahren deutlich positiv. Eine Betrachtung der Kenngröße Kurs-Free-Cashflow-Verhältnis (KFCF-Verhältnis) ist daher aussagekräftiger. Gemäß unseren Schätzungen errechnen sich für 2010 und 2011 KFCF-Verhältnisse in Höhe von lediglich 11,68, respektive 8,44, was als sehr günstig einzustufen ist.

Angesichts der starken Unterbewertung der Aktie und des von uns ermittelten Kursziels von 3,80 € bekräftigen wir unsere Kaufempfehlung vom 23.06.2010. Das Kurspotenzial für die Aktien der BHB Brauholding AG beträgt damit rund 55 %.

Anhang

§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 Angebotschreiben 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 andere 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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)

§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 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