



## Researchstudie (Update)



**Absatz- und Umsatz übertreffen Erwartungen -  
Kursziel und Rating bestätigt -  
Solides Substanzwertinvestment -  
Attraktive Dividende erwartet**

**Kursziel: 3,65 €**

**Rating: KAUFEN**

---

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

---

## BHB Brauholding Bayern-Mitte AG <sup>\*5</sup>

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 3,65**

aktueller Kurs: 2,41

12.8.2011 / MCH

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,100

Marketcap<sup>3</sup>: 7,47

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 3,53

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 54,8 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

### Analysten:

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Philipp Leibold

[leibold@gbc-ag.de](mailto:leibold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Bier- und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 82 Stand: 30.6.2011

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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	15,46	15,13	15,60	15,76
EBITDA	1,75	1,96	2,00	2,00
EBIT	0,26	0,42	0,45	0,48
Jahresüberschuss	0,07	0,02	0,31	0,32

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,07	0,00	0,10	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,08	0,08
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	3,3%	3,3%

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,51	0,23	0,23	0,22
EV/EBITDA	4,51	1,80	1,76	1,76
EV/EBIT	30,30	8,37	7,83	7,42
KGV	100,96	498,07	24,10	23,35
KBV		0,71		

### Finanztermine:

Datum: Ereignis

### \*\*letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

13.4.2011: RS / 3,65 / KAUFEN

6.4.2011: RG / KAUFEN

7.12.2010: RG / 3,80 / KAUFEN

5.11.2010: RS / 3,80 / KAUFEN

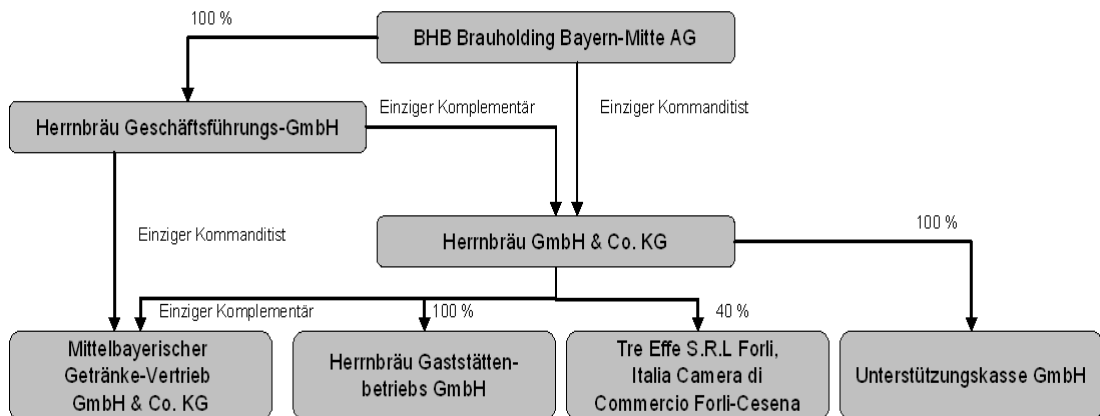
6.9.2010: RG / 3,65 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Auaubura angefordert werden.

## Unternehmen

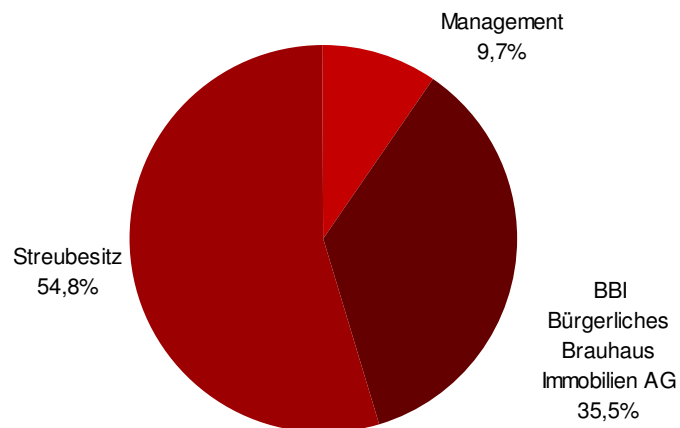
### Unternehmensstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

### Aktionärsstruktur

#### Aktionärsstruktur (Juli 2011)



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

### Markenportfolio



Quelle: BHB Brauholding AG

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung 1. HJ 2011 - Umsatz übertrifft Erwartungen - EBIT legt weiter zu

In Mio. €	HJ 2010	HJ 2011	Delta 2010/2011**
<b>Umsatzerlöse</b>	7,40	7,83	+5,9 %
<b>EBITDA (Marge)*</b>	0,97 (13,0 %)	0,99 (12,6 %)	+ 2,6 %
<b>EBIT (Marge)*</b>	0,18 (2,4 %)	0,21 (2,7 %)	+20,5 %
<b>Periodenergebnis</b>	-0,01	0,14	k.A.

Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC;

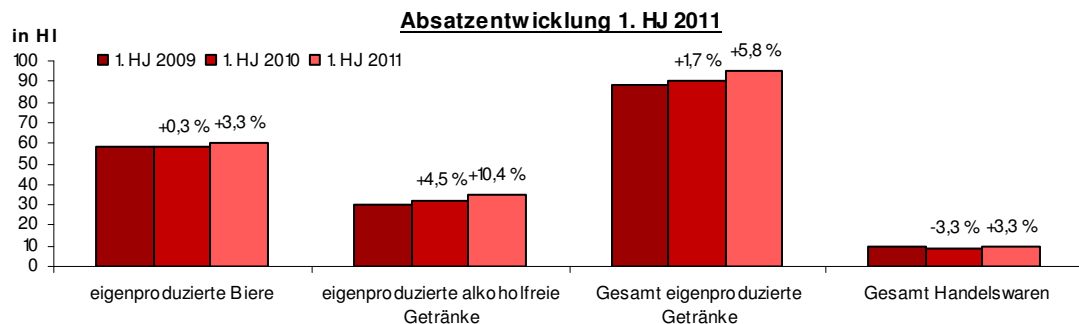
\*Bei der Berechnung des EBITDA und EBIT wurden die Erträge aus Ausleihungen des Finanzanlagevermögens im Gegensatz zur Darstellung im Halbjahresbericht des Unternehmens als operative Erträge berücksichtigt.

\*\* berechnet auf Basis ungerundeter Zahlen

### Umsatzentwicklung - Zuwachs bei Eigenmarken - Italien mit +4 % Absatzplus

Während der Bierabsatz in Deutschland im Q1 2011 noch leicht um 0,4 % rückläufig war, konnte dieser in den Monaten April und Mai kräftig anziehen. So lag die Steigerung von Januar bis einschließlich Mai 2011 gegenüber dem Vorjahr deutschlandweit bei kräftigen +3,1 %. Zurückzuführen war diese positive Entwicklung unter anderem auf die warmen, frühlingshaften Temperaturen im April und Mai. Gegenläufig war die Entwicklung jedoch wiederum im Juni. Das vergleichsweise kalte und regnerische Wetter beeinflusste den Bierabsatz überwiegend negativ, so dass im Juni deutschlandweit ein Absatzrückgang um 6,9 % verzeichnet werden musste. Insgesamt lag der Bierabsatz in Deutschland aber im gesamten Zeitraum des 1. HJ 2011 noch bei knapp +1 % im positiven Bereich. In Bayern, der Hauptabsatzregion der BHB Brauholding AG, legte der Bierabsatz im gleichen Zeitraum sogar überproportional zum Bundesdurchschnitt um +1,8 % zu.

Entsprechend positiv entwickelte sich auch der Bierabsatz der BHB Brauholding AG. Mit einem Plus von +3,3 % bei den eigenproduzierten Bieren, lag die Absatzsteigerung deutlich oberhalb des Niveaus des bayerischen Gesamtmarktes. Im Vergleich zum Vorjahr wird dabei deutlich, dass sich die Wachstumsdynamik klar erhöht hat (1. HJ 2010: +0,3 %). Aber auch bei den eigenproduzierten alkoholfreien Getränken lag der Zuwachs oberhalb des Vorjahres. Während im 1. HJ 2010 bereits ein Zuwachs um +4,5 % beobachtet werden konnte, lag dieser im ersten Halbjahr 2011 mit +10,4 % sogar nochmals deutlich darüber. Insgesamt verbesserte sich der Gesamtgetränkeabsatz damit um +5,5 % auf 105 Hektoliter (Hl) im Vergleich zum Vorjahreszeitraum (1. HJ 2010: +1,2 %).



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

Ein wesentlicher Wachstumstreiber bei den eigenproduzierten Bieren war dabei einmal mehr der italienische Markt, mit einer anhaltend hohen Zuwachsrate von +4,0 %. Ebenfalls einer der wesentlichen Wachstumstreiber beim Absatz war eine zunehmende Durchdringung der eigenen alkoholfreien Getränke in der Gastronomie, wo ein Zuwachs um +7,2 % erzielt werden konnte.

Entsprechend der Absatzentwicklung fiel auch die Umsatzentwicklung sehr positiv aus. Mit 7,83 Mio. € lagen die Umsatzerlöse nicht nur um +5,9 % über dem Wert des Vorjahreszeitraums, sondern auch oberhalb unserer Erwartungen. Insgesamt wird deutlich, dass die Anstrengungen der Markenbildung und Vertriebsintensivierung Früchte tragen und sich in einer Umsatzbelebung niederschlagen. Insbesondere im Bereich der eigenen Getränke, wo höhere Margen erzielt werden, ist der Zuwachs sehr erfreulich. Die Übernahme der Leitner-Bräu im vergangenen Jahr trug indes ca. 2 % zum Umsatzwachstum bei.

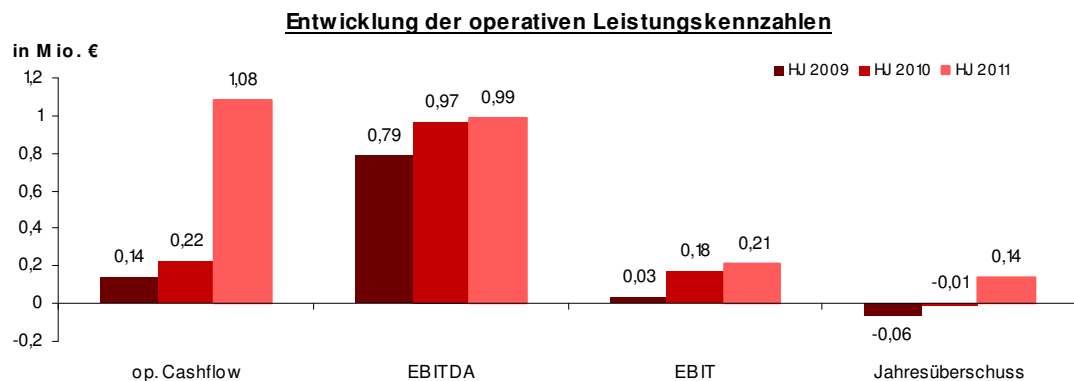
## Ergebnisentwicklung - weitere Steigerung des EBIT - Periodenergebnis klar positiv

Auch bei den Ergebniskennzahlen konnten im 1. HJ 2011 weitere Steigerungen gegenüber dem Vorjahreszeitraum erzielt werden, was im Rahmen unserer Erwartungen lag. So wurde mit 0,21 Mio. € ein EBIT erzielt, das klar um +20,5 % oberhalb des Vorjahresniveaus (1. HJ 2010: 0,18 Mio. €) lag. Auch die EBIT-Marge verbesserte sich gegenüber dem Vorjahr von 2,4 % auf nunmehr 2,7 %. Der positive Ergebnistrend des Vorjahres setzte sich damit weiterhin fort und bestätigt die sehr zufriedenstellende Umsatzentwicklung.

Hintergrund dieser EBIT-Entwicklung ist neben der guten Absatz- und Umsatzentwicklung, auch eine anhaltend unterproportionale Kostenentwicklung. So konnte beispielsweise die Materialaufwandsquote trotz anhaltend hoher Rohstoffkosten um 0,4 Prozentpunkte auf 35,4 % gesenkt werden. Diese sinkende Kostenquote war im 1. HJ 2011 insbesondere möglich, da der Bezug von Malz noch auf Basis von bestehenden Malzkontrakten erfolgte und somit entsprechend günstigere Einkaufspreise gezahlt wurden.

Im Gegensatz dazu kletterten die Personalaufwendungen im 1. HJ 2011 leicht überproportional zu den Umsatzerlösen um +6,9 % auf 2,34 Mio. €. Hierbei machten sich neben der leicht erhöhten Mitarbeiterzahl gegenüber 2010 (30.06.2011: 82, 30.06.2010: 79) auch Tarifierhöhungen bemerkbar, welche zum 01.04.2010 und zum 01.05.2011 wirksam wurden. Nicht zuletzt wurden zum Halbjahr Urlaubsrückstellungen gebildet, welche die Personalaufwendungen entsprechend erhöhten.

Unterproportional entwickelten sich die Abschreibungen und legten lediglich um +2,5 % auf 0,77 Mio. € zu. Dabei macht sich der moderate Investitionsbedarf in Sachanlagen (Capex) bemerkbar. Wie bereits im Geschäftsjahr 2010 lagen diese auch im 1. HJ 2011 in etwa auf Höhe der Abschreibungen.



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

Auch das Zinsergebnis fiel in den ersten sechs Monaten 2011 deutlich verbessert aus, was insbesondere auf die verbesserte Kapitalausstattung im Zusammenhang mit der im Vorjahr erfolgten Kapitalerhöhung im Rahmen des Börsengangs zu sehen ist. Im Zuge dessen verfügt die BHB Brauholding über ein Finanzvermögen, welches die Finanzverbindlichkeiten übersteigt. Das Zinsergebnis verbesserte sich daher von -0,07 Mio. € auf nunmehr -0,01 Mio. €.

Nicht zuletzt war das Nettoergebnis im laufenden Geschäftsjahr nicht durch die Kosten der Kapitalerhöhung bzw. des Börsengangs belastet. Dies schlug sich in der Vorjahresperiode mit 0,10 Mio. € im Ergebnis nieder. Insgesamt konnte der Jahresüberschuss aus den genannten Gründen eine merkliche Steigerung vollziehen. Nach einem negativen Wert von -0,01 Mio. € wurden im laufenden Jahr 0,14 Mio. € erzielt.

Auch die Entwicklung des operativen Cashflows verbesserte sich merklich. Nach 0,22 Mio. € im Vorjahr wurden nun 1,08 Mio. € erzielt. Der hohe Cashflow unterstreicht die gute Ergebnisentwicklung in unseren Augen eindrucksvoll und zeigt die gute Ergebnisqualität des Unternehmens auf. Die Zunahme der Rückstellungen sowie Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sind dabei neben der Ergebnisverbesserung als maßgeblich treibende Faktoren zu nennen.

## Prognose und Modellannahmen - Umsatzprognose angehoben - Ergebnisse bestätigt

In Mio. €	2010	2011e (alt)	2011e (neu)	2012e (alt)	2012e (neu)
<b>Umsatz</b>	15,13	15,40	15,60	15,55	15,76
<b>EBITDA (Marge)*</b>	1,96 (13,0 %)	2,00 (13,0 %)	2,00 (12,8 %)	2,00 (12,9 %)	2,00 (12,7 %)
<b>EBIT (Marge)*</b>	0,42 (2,8 %)	0,45 (2,9 %)	0,45 (2,9 %)	0,48 (3,1 %)	0,48 (3,0 %)
<b>Konzernergebnis</b>	0,02	0,31	0,31	0,32	0,32

Quelle: GBC

\*Bei der Berechnung des EBITDA und EBIT wurden die Erträge aus Ausleihungen des Finanzanlagevermögens im Gegensatz zur Darstellung im Halbjahresbericht des Unternehmens als operative Erträge berücksichtigt.

### Weitere Steigerung bei EBIT und EBIT-Marge - attraktive Dividende erwartet

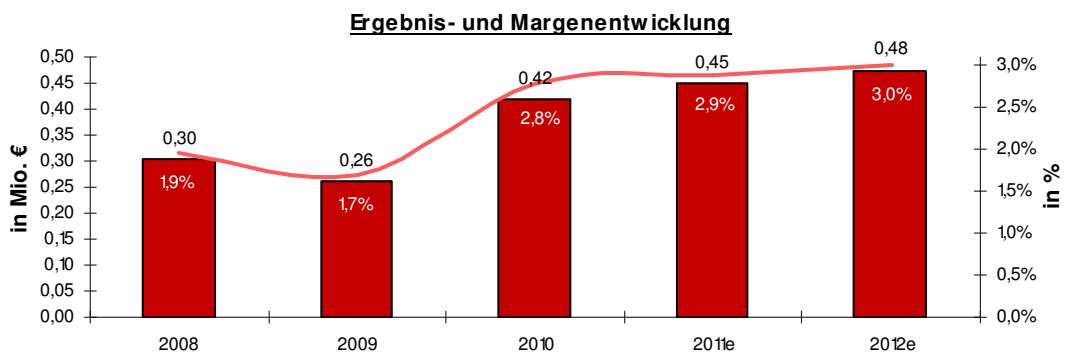
Die zu Beginn des Jahres erwähnten Hoffnungen der deutschen Brauwirtschaft auf einen seit vielen Jahren wieder steigenden Bierkonsum in Deutschland scheinen sich zu bewahrheiten. Insbesondere erfreulich ist auch, dass die BHB Brauholding AG offensichtlich von diesem Trend profitieren und die Absatzzahlen entsprechend steigern kann. Dies belegen die Zahlen deutlich.

Die Absatz- und Umsatzentwicklung im 1. HJ 2011 hat unsere Erwartungen übertroffen. Insbesondere die sehr überzeugende Entwicklung im Bereich der eigenen Getränke und Marken sorgte für das starke Umsatzwachstum um +5,9 %. Vor diesem Hintergrund hob das Management der BHB Brauholding AG die Umsatzprognosen für das Geschäftsjahr 2011 an. Nach einer Umsatzerwartung von bislang 15,40 Mio. € sollen nun 15,60 Mio. € erzielt werden. Auch wir entsprechen den Erwartungen des Managements und passen unsere Umsatzerwartung für 2011 nach oben auf 15,60 Mio. € an. Für 2012 behalten wir indes unsere konservative Erwartung bei und gehen weiterhin von einem Umsatzwachstum um +1 % aus.

Auf der Ergebnisseite belassen wir unsere bisherigen Prognosen für 2011, als auch 2012, trotz der erhöhten Umsatzerwartung, unverändert. Hierbei tragen wir insbesondere zwei Faktoren Rechnung. Zum Einen gehen wir davon aus, dass sich die Materialkostenquote im 2. HJ 2011 leicht erhöhen wird. Im 1. HJ 2011 haben noch bestehende Malzkontrakte zu günstigen Einkaufskonditionen geführt. Dieser Effekt wird im 2. HJ 2011 voraussichtlich nicht mehr in dem Maße auftreten. Gleichzeitig gehen wir zum Anderen davon aus, dass sich die Personalaufwendungen im 2. HJ 2011 gegenüber dem 1. HJ 2011 leicht verringern, insbesondere da Urlaubsrückstellungen, die im 1. HJ 2011 gebildet wurden, die Personalaufwendungen nicht mehr belasten sollten.

Insgesamt erwarten wir einen ausgleichenden Effekt, so dass wir die Prognose der absoluten Ergebnisse unverändert belassen. Weiterhin gehen wir daher davon aus, dass im GJ 2011 ein EBITDA in Höhe von 2,00 Mio. € sowie ein EBIT von 0,45 Mio. € erreicht wird. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einer Steigerung um +6,8 %, womit wir davon ausgehen, dass die positive Ergebnisentwicklung der letzten Jahre fortgesetzt werden kann.

Den Jahresüberschuss prognostizieren wir für das GJ 2011 ebenfalls unverändert mit 0,31 Mio. € bzw. 0,10 € je Aktie. Damit halten wir weiterhin die Ausschüttung einer attraktiven Dividende in Höhe von 0,08 € für wahrscheinlich. Auf Basis des aktuellen Kursniveaus entspricht dies einer Dividendenrendite von 3,4 %.



Quelle: GBC

## 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 2011 bis 2012 in Phase 1 (siehe Seite 4), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,65 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,0 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,00 % (bisher 3,25 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,80 (bisher 0,80).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,42 % (bisher: 7,67 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,42 % (bisher: 7,67 %).

#### Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,42 % errechnet. Gleichzeitig nehmen wir einen Roll-over vor und prolongieren das Kursziel auf Ende des Geschäftsjahres 2012 (bisher: Ende 2011). Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht damit als Kursziel unverändert 3,65 € 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	1,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	12,7%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	32,1%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,5%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	15,60	15,76	15,91	16,07	16,23	16,40	16,56	16,73	
US Veränderung	3,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,09	3,32	3,74	3,74	3,74	3,73	3,72	3,72	
EBITDA	2,00	2,00	2,01	2,03	2,05	2,07	2,09	2,12	
EBITDA-Marge	12,8%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	
EBITA	0,45	0,47	0,49	0,67	0,68	0,68	0,68	0,69	
EBITA-Marge	2,9%	3,0%	3,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,1%	4,1%	4,0%
Steuern auf EBITA	-0,12	-0,14	-0,15	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,21	
zu EBITA	27,1%	29,2%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	0,33	0,34	0,34	0,47	0,47	0,48	0,48	0,48	
Kapitalrendite	5,3%	5,4%	5,8%	8,6%	8,6%	8,6%	8,5%	8,4%	8,2%
Working Capital (WC)	1,13	1,18	1,19	1,21	1,22	1,23	1,24	1,25	
WC zu Umsatz	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Investitionen in WC	-0,05	-0,05	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,05	4,75	4,25	4,29	4,34	4,40	4,45	4,50	
AFA auf OAV	-1,55	-1,53	-1,53	-1,36	-1,38	-1,39	-1,41	-1,43	
AFA zu OAV	30,7%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	
Investitionen in OAV	-1,48	-1,23	-1,03	-1,41	-1,42	-1,46	-1,46	-1,48	
Investiertes Kapital	6,18	5,93	5,44	5,50	5,55	5,63	5,69	5,75	
EBITDA	2,00	2,00	2,01	2,03	2,05	2,07	2,09	2,12	
Steuern auf EBITA	-0,12	-0,14	-0,15	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,21	
Investitionen gesamt	-1,53	-1,27	-1,04	-1,42	-1,43	-1,47	-1,48	-1,49	
Investitionen in OAV	-1,48	-1,23	-1,03	-1,41	-1,42	-1,46	-1,46	-1,48	
Investitionen in WC	-0,05	-0,05	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,35	0,59	0,83	0,41	0,42	0,40	0,42	0,42	6,43
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,62	6,52							
Barwert expliziter FCFs	2,72	2,33							
Barwert des Continuing Value	3,90	4,19							
Nettoschulden (Net debt)	-4,47	-4,79							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11,09	11,31							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	11,09	11,31							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,100	3,100							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,58	3,65							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,80
Eigenkapitalkosten	7,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	26,3%
WACC	7,4%

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
4,2%	3,05	2,96	2,89	2,84	2,79
6,2%	3,52	3,38	3,27	3,18	3,09
8,2%	3,99	3,80	<b>3,65</b>	3,52	3,40
10,2%	4,46	4,22	4,02	3,85	3,71
12,2%	4,93	4,64	4,40	4,19	4,02



## Fazit

### **Absatz- und Umsatz übertreffen Erwartungen - Umsatzprognose angehoben - Kursziel von 3,65 € und Rating KAUFEN bekräftigt - attraktive Dividende erwartet**

Das 1. HJ 2011 ist für die BHB Brauholding AG sehr zufriedenstellend verlaufen. So konnte das Unternehmen in den ersten sechs Monaten des Jahres 2011 den Absatz um +5,5 % steigern. Insbesondere die Absatzentwicklung der eigenen Marken bzw. Getränke entwickelte sich dabei sehr dynamisch. So konnte der Absatz bei eigenproduzierten Bieren um +3,3 % zulegen, bei eigenproduzierten alkoholfreien Getränken sogar um +10,4 %. Hintergrund dieser Steigerungen, die überproportional zur Marktentwicklung verliefen, war neben einer zunehmenden Durchdringung der eigenen alkoholfreien Getränke in der Gastronomie, einmal mehr auch der italienische Markt, mit einer anhaltend hohen Zuwachsrate von +4,0 % für eigenproduziertes Bier aus dem Hause Herrnbräu.

Nochmals stärker als die Absatzentwicklung legten die Umsatzerlöse zu. Dank eines Wachstums um +5,9 % wurde ein Umsatzniveau von 7,40 Mio. € erreicht. Damit wurden die Umsatzerlöse nicht nur überproportional zum Absatz gesteigert, sondern haben auch unsere Erwartungen übertroffen.

Aber auch ergebnisseitig wurden weitere Verbesserungen erzielt. So konnte das EBIT gegenüber dem Vorjahreszeitraum von 0,18 Mio. € um 20,5 % auf 0,21 Mio. € gesteigert werden. Hintergrund war dabei insbesondere eine anhaltende Kostendisziplin sowie eine niedrigere Materialkostenquote als im Vorjahr.

Vor dem Hintergrund der guten Absatz- und Umsatzentwicklung im 1. HJ 2011 hat das Management der BHB Brauholding AG die Umsatzprognose für das GJ 2011 von 15,40 Mio. € auf nunmehr 15,60 Mio. € angehoben. Diesem haben wir entsprochen und gehen nun ebenfalls von Umsatzerlösen in dieser Größenordnung aus. Die Ergebnisprognosen haben wir indes unverändert belassen und gehen daher weiterhin von einem EBITDA in Höhe von 2,00 Mio. € sowie einem EBIT von 0,45 Mio. € aus.

Auch beim Jahresüberschuss erwarten wir weiterhin einen Wert in Höhe von 0,31 Mio. € bzw. 0,10 € je Aktie. Daher gehen wir auch weiterhin von der Ausschüttung einer attraktiven Dividende von 0,08 € je Aktie aus. Auf dem aktuellen Kursniveau entspricht dies einer Dividendenrendite von 3,3 %.

**Insgesamt erachten wir die Aktie der BHB Brauholding AG weiterhin als attraktives Investment. Die Aktie notiert derzeit mit einem Abschlag in Höhe von 30 % zu ihrem Buchwert. Angesichts der Tatsache, dass das Unternehmen klar profitabel arbeitet und über solide Bilanzrelationen, mit einer Eigenkapitalquote von 65,3 % sowie einer Nettocashposition von 0,56 Mio. €, verfügt, halten wir diesen Bewertungsabschlag für nicht gerechtfertigt. Zudem erwirtschaftet das Unternehmen starke Cashflows. Bereits zum Halbjahr 2011 errechnet sich ein Kurs-Cashflow-Verhältnis von lediglich 6,9! Wir haben unser bisheriges Kursziel von 3,65 € je Aktie in diesem Zusammenhang bestätigt, woraus sich ein Kurspotenzial von über 50 % ergibt. Entsprechend bestätigen wir auch das Rating KAUFEN und sehen die BHB Brauholding AG als attraktives Substanzwertinvestment.**

# 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), Stellv. Chefanalyst**

**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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG<sup>®</sup>  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)