

## **13.02.2012 - GBC-Vorstandsinterview - BHB Brauholding Bayern-Mitte AG Operative Entwicklung in 2011 sehr zufriedenstellend - Aktie notiert 30 % unter Buchwert - Fußball-EM und Olympia könnten Absatz beflügeln**

Unternehmen: BHB Brauholding Bayern Mitte AG\*<sup>5</sup>  
 ISIN: DE000A1CRQD6  
 Empfehlung: Kaufen  
 Kursziel: 3,65 €  
 Kursziel auf Sicht von: Ende 2012  
 Analysten: Felix Gode  
 Fertigstellung/Erstveröffentlichung: 13.02.2012

Seit dem Börsengang der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB AG) im Sommer 2010 hat sich das Unternehmen hervorragend entwickelt und auch in den ersten neun Monaten des abgelaufenen Geschäftsjahres 2011 deutliche Umsatz- und Ergebnissteigerungen aufweisen können.

Der GBC-Analyst Felix Gode hat sich im Vorfeld der Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2011 mit Franz Katzenbogen, dem Finanzvorstand der BHB AG, unterhalten.

### **GBC AG: Der deutsche Biermarkt ist seit Jahren rückläufig. Was sind die Hintergründe dafür und gibt es Hoffnung, dass sich dieser Trend auf Sicht umkehrt?**

**Franz Katzenbogen:** Der Hintergrund der rückläufigen Entwicklung des deutschen Bierabsatzes ist insbesondere die demografische Entwicklung. Durch die sinkende Geburtenrate sinkt schon seit Jahren die Zahl der potenziellen Biertrinker im Land bzw. die Konsumentenzahl nimmt ab. Das macht sich in kleinen, aber doch stetigen Rückgängen bei den Absätzen bemerkbar. Hinzu kommen andere Faktoren, wie die zunehmende Konkurrenz durch Mischgetränke und Alkopops oder das Rauchverbot in Gastbetrieben.

Aber so schwarz malen muss man das Bild auch nicht. Was das Jahr 2011 betrifft war die Entwicklung in Bayern z.B. überraschend gut. Deutschlandweit betrug der Rückgang des Bierabsatzes zwar leichte 0,1 %. In Bayern, dem Hauptabsatzgebiet der BHB Brauholding, konnte aber ein vergleichsweise starker Zuwachs um +2,2 % gegenüber 2010 registriert werden. Das ist in der Tat eine erfreuliche Entwicklung gewesen.

### **GBC AG: Wie schaffen Sie es in diesem schwierigen Marktumfeld dennoch immer wieder Absatz- und Umsatzzuwächse zu generieren?**

**Franz Katzenbogen:** Zunächst kommt uns unser Standort zu Gute, der uns einen Vorteil verschafft. Die Region Bayern ist eine der stärksten Regionen hinsichtlich des Bierkonsums in Deutschland. Hinzu kommt das wir eine sehr hohe Zahl an Direktkunden haben, was für eine mittelständische Brauerei sehr außergewöhnlich ist. Nicht zuletzt sind unsere Absatzkanäle sehr gut diversifiziert. Neben Gastbetrieben beliefern wir natürlich auch den Handel und auch das Exportgeschäft wird immer weiter ausgebaut. Die Summe dieser Faktoren bringt uns eine vergleichsweise hohe Stabilität gegenüber dem Gesamtmarkt und schützt auch vor starken Einbrüchen in konjunkturell schwachen Phasen.

### **GBC AG: Einer der Erfolgsgründe ist, wie sie eben sagten, auch das immer stärker werdende Auslandsgeschäft. In welchen Regionen sind Ihre Getränke dabei besonders beliebt?**

**Franz Katzenbogen:** Unser stärkstes Absatzgebiet im Ausland ist Italien. Dabei insbesondere die Regionen Nord- und Mittelitalien. Zuletzt haben wir dort wieder ein Plus von rund 4 % erreichen können, ausgehend von einem relativ hohen Niveau. Darüber hinaus bieten auch andere Länder ein gutes Potenzial für uns. Zu nennen ist an dieser Stelle zum Beispiel der polnische Markt, der uns sehr interessante Möglichkeiten bietet in den kommenden Jahren wesentliche Absatzsteigerungen zu erreichen.

**GBC AG: Im vergangenen Jahr haben Sie die Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu übernommen und haben Ihre Reichweite dadurch vergrößert. Welchen Umsatzbeitrag hat dies in 2011 gebracht?**

**Franz Katzenbogen:** Leitner Bräu hat im Jahr 2011 einen Umsatzbeitrag von mehr als einer halben Million Euro beigetragen. Gemessen am Konzernumsatz entspricht dies einem Umsatzanteil von immerhin 3,5 %. Noch entscheidender ist aber eigentlich, dass wir durch die Übernahme der Marken- und Vertriebsrechte der Leitner Bräu unsere Reichweite und damit Bekanntheit vergrößert haben. Durch Leitner Bräu haben wir unsere Präsenz vor allem nördlich - in den fränkischen Raum hinein - ausgeweitet und haben damit unser Profil als bayerische Brauerei weiter geformt.

**GBC AG: Parallel zu den Umsatzsteigerungen konnten Sie auch die Ergebnissituation merklich verbessern. Machen sich hier Skaleneffekte bemerkbar oder haben Sie auch auf der Kostenseite Maßnahmen vorgenommen?**

**Franz Katzenbogen:** Gewisse Skaleneffekte haben sich auf Grund der Umsatzverbesserung natürlich bemerkbar gemacht, was sich in den erhöhten Margenniveaus 2011 niederschlägt. Auf der anderen Seite muss man aber auch bedenken, dass eine Ausweitung des Geschäftsvolumens unweigerlich zu erhöhten Kosten führt, insbesondere im Bereich Personal. Aber hier sind wir ständig auf der Suche nach Optimierungsmöglichkeiten. Wir sind zuversichtlich diesbezüglich in 2012 Verbesserungen erzielen zu können. Was die sonstigen betrieblichen Aufwendungen anbelangt, sind wir bereits jetzt sehr gut optimiert.

**GBC AG: Das Brauereigeschäft ist zudem sehr abhängig von den Einsatzstoffen. Welche Rohstoffe sind für Sie besonders entscheidend und wie haben sich hier jüngst die Preistendenzen entwickelt?**

**Franz Katzenbogen:** Die beiden wesentlichen Faktoren sind für uns der Malzpreis sowie die Energiepreise, da das Brauereigeschäft recht energieintensiv ist. Hinsichtlich beider Einsatzfaktoren sind wir jedoch gut abgedeckt und haben beim Malz unseren Bedarf für 2012 und sogar darüber hinaus bereits über entsprechende Kontrakte gesichert. Auch die Energiepreise haben wir auf ungefähr dem derzeitigen Preisniveau für mehrere Jahre festgeschrieben. Insgesamt ist das Risiko großer Ausschläge bei den Materialaufwendungen damit gering.

**GBC AG: Sind weitere Akquisitionen in dem sehr zersplitterten Brauerei-Markt geplant, um das anorganische Wachstum zu forcieren?**

**Franz Katzenbogen:** Wir sind diesbezüglich ständig in Gesprächen und uns erreichen auch immer wieder Anfragen von kleineren Brauereien, aber die Prozesse sind da langwierig. Dennoch sind wir zuversichtlich, dass wir hier eventuell sogar noch in diesem Jahr zu Ergebnissen kommen. Man muss natürlich auch aufpassen, dass die Übernahme auch passt und man sich letztendlich nicht übernimmt und die Kosten aus dem Ruder laufen. Die Profitabilität zu wahren hat bei uns oberste Priorität.

**GBC AG: Das Brauerei-Geschäft ist ja relativ anlagenintensiv. Wie hoch sind denn die erwarteten Investitionen in den kommenden Jahren. Sind dabei größere Investitionen geplant?**

**Franz Katzenbogen:** Es ist derzeit nicht geplant größere Investitionen zu tätigen. Gewisse Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen werden wir in den Bereichen unserer Abfüllanlage oder dem Fuhrpark unternehmen. Insgesamt werden die Investitionen aber nicht die Niveaus der Vorjahre übersteigen. Das sind rund 2,4 Mio. € inklusive den Absatzfinanzierungen.

**GBC AG: Im vergangenen Jahr haben Sie noch keine Dividende bezahlt. Können sich die Aktionäre in diesem Jahr auf eine Ausschüttung freuen?**

**Franz Katzenbogen:** Wir werden für 2011 eine Dividende ausschütten. Wie hoch der Vorschlag der Verwaltung ausfallen wird, werden wir natürlich erst nach Fertigstellung des Jahresabschlusses festlegen können.

**GBC AG: In diesem Jahr wird es mit der Fußball Europameisterschaft und der Olympiade in London gleich zwei sportliche Großevents geben. Ist das für Ihr Geschäft förderlich bzw. wird sich das positiv auf Ihre Absatzzahlen auswirken.**

**Franz Katzenbogen:** Ganz klar, solche Events sind definitiv absatzfördernd. Durch den Andrang in gastronomischen Einrichtungen und Public Viewing-Plätzen kann durch solche Veranstaltungen in wenigen Tagen ein hoher Absatz erzielt werden. Dabei muss man natürlich beachten, dass auch das Wetter ein wenig mitspielen muss. Je besser das Wetter ist, desto höher fällt in der Regel der Absatz aus. Das gilt im Übrigen für das gesamte Jahr.

**GBC AG: Herr Katzenbogen, ich danke Ihnen für das Gespräch.**

**GBC-Fazit:** Das abgelaufene Geschäftsjahr 2011 ist für die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG sehr gut verlaufen und auch für das laufende Geschäftsjahr 2012 stehen die Chancen gut diesen Erfolg zu wiederholen. Die Aktie verfügte nach 9 Monaten 2011 über ein Eigenkapital pro Aktie in Höhe von 3,43 €. Bei aktuellen Kurs von 2,30 € notiert die Aktie also mit einem Abschlag von rund 30 % zum Buchwert. Diese Unterbewertung ist angesichts der guten operativen Entwicklung sowie der guten bilanziellen Situation in unseren Augen nicht gerechtfertigt. Wir halten an unserem Kursziel von 3,65 € fest und bestätigen das Rating KAUFEN.

# 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:**

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

**§ 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)