



Researchstudie (Update)



Zahlen zum 1. HJ 2012 über unseren Erwartungen

Rating: KAUFEN

Fairer Wert: 3,65 €

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

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG ^{*5}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 3,65

aktueller Kurs: 2,43

6.8.2012 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 3,100

Marketcap³: 7,53

EnterpriseValue³: 7,03

³ 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

Philipp Leopold

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

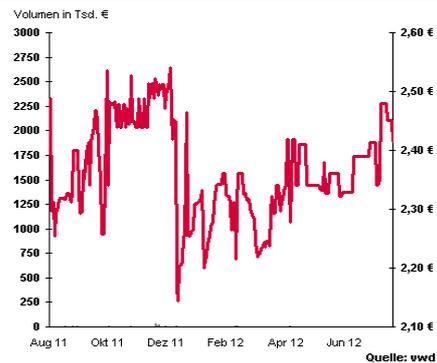
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 81 Stand: 31.12.2011

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 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 sehr 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	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	15,13	16,09	16,26	16,42
EBITDA	1,96	2,05	2,08	2,12
EBIT	0,42	0,47	0,48	0,49
Jahresüberschuss	0,02	0,30	0,31	0,32

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,00	0,10	0,10	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,06	0,06	0,06
Dividendenrendite	0,0%	2,6%	2,6%	2,6%

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,43	0,44	0,43	0,43
EV/EBITDA	3,36	3,44	3,38	3,32
EV/EBIT	15,61	15,03	14,65	14,26
KGV	502,20	25,36	24,62	23,69
KBV		0,70		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

6.7.2012: RS / 3,65 / KAUFEN

23.4.2012: RS / 3,65 / KAUFEN

14.2.2012: RG / 3,65 / KAUFEN

13.2.2012: RS / 3,65 / KAUFEN

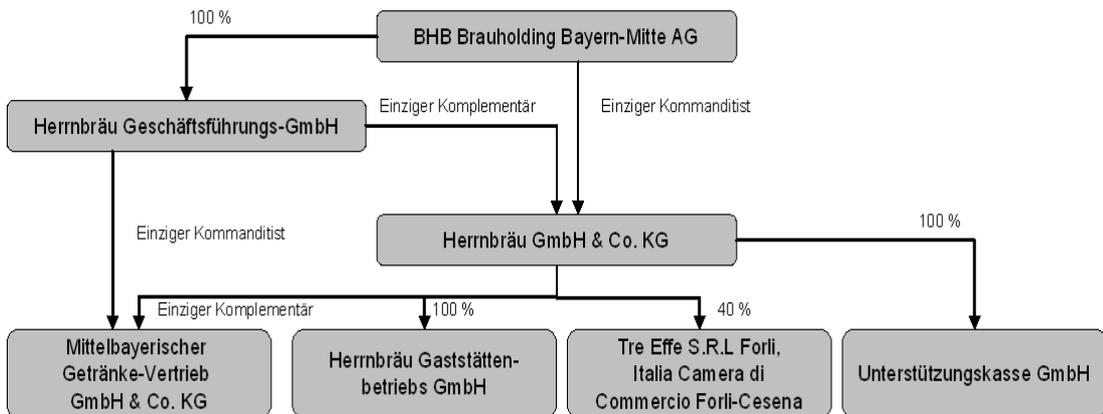
10.2.2012: RS / 3,65 / KAUFEN

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 Auaubura angefordert werden.

Unternehmen

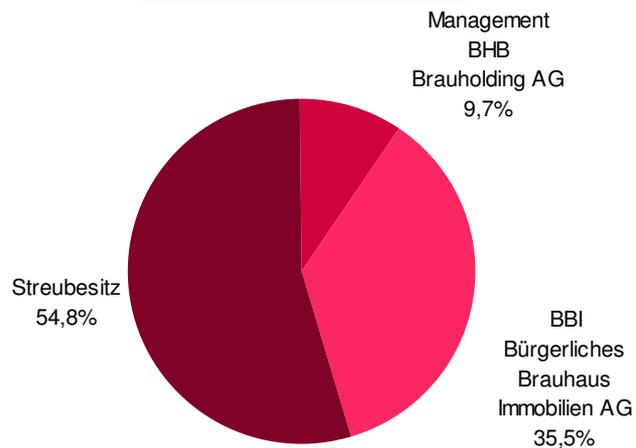
Unternehmensstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur (31.12.2011)



Quelle: BHB Brauholding AG, Berechnungen GBC

Markenportfolio



Quelle: BHB Brauholding AG

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2012 - Zahlen über unseren Erwartungen

In Mio. €	HJ 2011	HJ 2012	Delta 2011/2012
Umsatzerlöse	7,834	7,967	+1,7 %
EBITDA (Marge)	0,986 (12,6 %)	1,012 (12,7 %)	+2,3 % (+ 0,1 Pp.)
EBIT (Marge)	0,213 (2,7 %)	0,207 (2,6 %)	-2,0 % (- 0,1 Pp.)
Jahresüberschuss	0,139	0,142	+3,1 %

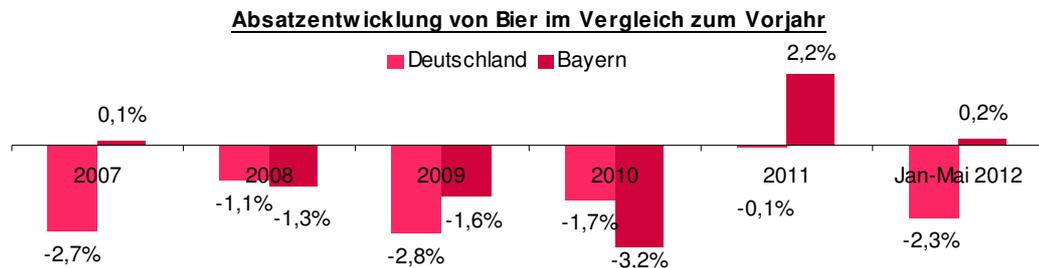
Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Marktumfeld - Absatz nimmt in Bayern leicht zu - Erzeugerpreise steigen

Im Jahr 2011 konnte der Rückgang des deutschen Bierabsatzes erstmals seit vielen Jahren gestoppt werden. Mit 98,24 Mio. hl lag der deutschlandweite Bierabsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr nahezu auf Vorjahresniveau. Nochmals deutlich besser verlief die Entwicklung in Bayern, dem Hauptabsatzgebiet der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB AG). Hier wurde sogar ein Anstieg des Absatzes um 2,2 % verzeichnet.

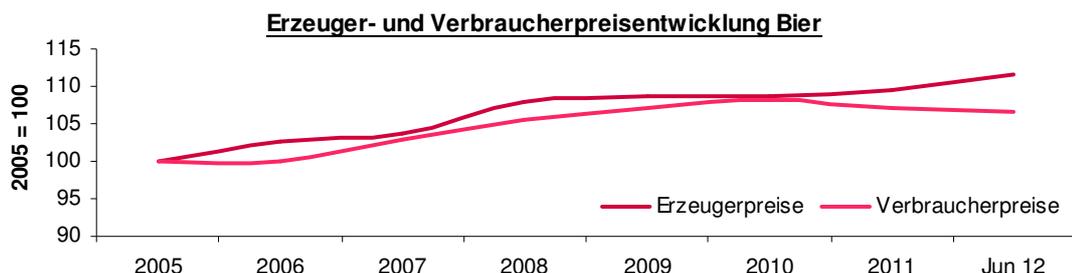
Diese gute Branchenentwicklung in Deutschland setzte sich zwar auch in den ersten beiden Monaten des Jahres 2012 fort, jedoch zeigten sich die Folgemonate schwächer. Insbesondere der Mai 2012 präsentierte sich, mit einem Rückgang um -2,4 %, schwach. Grund hierfür war unter anderem die durchwachsene Wetterlage.

Auf die gesamte Periode der ersten fünf Monate gesehen, entwickelte sich der deutsche Biermarkt um 2,3 % rückläufig. In Bayern konnte hingegen sogar ein leichtes Plus von 0,2 % verzeichnet werden.



Quelle: GBC

Die Preisentwicklung am Biermarkt hat sich in den ersten sechs Monaten 2012 zudem weiter verschärft. Während die Erzeugerpreise für Bier von Januar bis Juni 2012 um 2,1 % gestiegen sind, haben sich die Verbraucherpreise mit -0,4 % sogar rückläufig entwickelt. Die Erzeuger- und Verbraucherpreisindizes haben sich damit im bisherigen Jahresverlauf so stark voneinander entfernt, wie in den vergangenen sechs Jahren nicht. Dies belastet die Margen der Brauereien. Einige der großen Hersteller haben auf Grund dieser Tendenzen zuletzt mit der Ankündigung von Preiserhöhungen reagiert, um der aktuellen Entwicklung entgegenzuwirken. Wir gehen jedoch darüber hinaus davon aus, dass die Erzeugerpreise im weiteren Jahresverlauf eine Entspannung aufweisen werden.



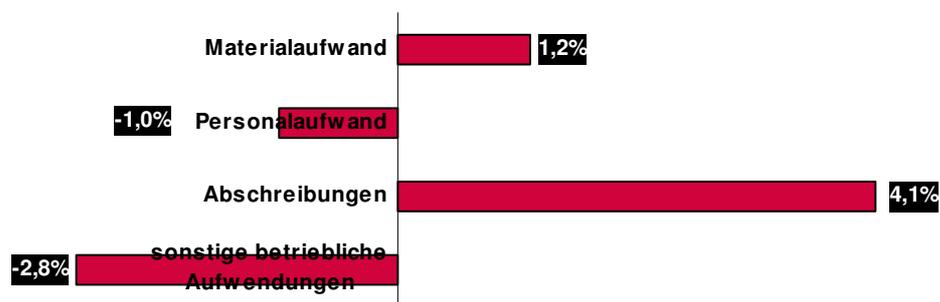
Quelle: GBC

Umsatzentwicklung - Preiserhöhungen durchgesetzt - Exportgeschäft mit Zuwachs

Im Gleichgang mit der Absatzentwicklung in Bayern konnte die BHB AG mit 105 Tausend Hektolitern ihre Absatzmengen im 1. HJ 2012 gegenüber dem Vorjahr konstant halten. Gleichzeitig legten die Umsatzerlöse um 1,7 % auf 7,97 Mio. € zu. Daraus lässt sich schließen, dass leichte Preiserhöhungen durchgesetzt werden konnten. Gleichzeitig ist ein günstigerer Produktmix zu verzeichnen gewesen, mit einem erhöhten Anteil an Gastronomieumsätzen. Das Segment Gastronomie konnte gegenüber dem Vorjahr um 4,0 % gesteigert werden, was vor allem Resultat der kontinuierlichen Absatzbemühungen und damit der Ausweitung der Kundenbasis ist.

Ebenfalls erfreulich war der Verlauf beim Exportgeschäft. Hier konnte gegenüber dem bereits guten Vorjahreshalbjahr ein Zuwachs um weitere 7 % erzielt werden. Das Handelsgeschäft war hingegen um 4,8 % rückläufig, was insbesondere mit den durchwachsenen Wetterbedingungen im 1. HJ 2012 zu begründen ist.

Entwicklung der Kostenpositionen



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Ergebnisentwicklung - Materialaufwandsquote sinkt - Rentabilität verbessert

Die gestiegenen Erzeugerpreise machen sich derzeit nicht bei der BHB AG bemerkbar. Vielmehr hat sich die Materialkostenquote im 1. HJ 2012 sogar leicht um 0,2 Prozentpunkte auf 35,2 % reduziert.

In den vergangenen Monaten waren bei wichtigen Hilfsstoffen, wie Hopfen und Malz, sinkende Preisniveaus zu beobachten gewesen. Dies hat zu einem gewissen Entlastungseffekt bei den Materialaufwendungen geführt, wenngleich bei anderen wichtigen Einsatzstoffen, wie den Energiepreisen oder Zucker, nur geringe Senkungen oder sogar steigende Preise zu verzeichnen waren. Absolut betrachtet haben die gesteigerten Umsatzerlöse zu einem Anstieg der Materialaufwendungen um 1,2 % geführt.

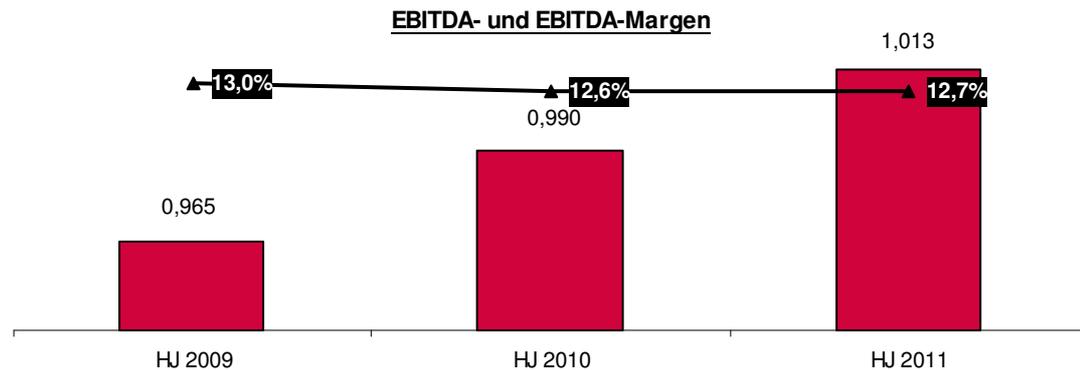
Bei den Personalaufwendungen wurde hingegen sogar eine leichte absolute Reduktion um 1,0 % erreicht. Dies ist, trotz der Tatsache, dass sich die durchschnittliche Mitarbeiterzahl gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 2 Personen erhöht hat, erreicht worden. Im Wesentlichen ist die Reduktion der Personalkosten durch die Einstellung von Aushilfen zu begründen, wodurch Stammkräfte Entlastungen erfahren haben und weniger bezahlte Überstunden aufliefen.

Noch deutlicher fiel die Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen aus, welche um 2,8 % unterhalb des Vorjahreswertes lagen. Hierbei machten sich erneut Kostenoptimierungen in verschiedenen Bereichen bemerkbar, die in Summe zu einem absolut betrachteten Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 0,04 Mio. € gegenüber 2011 führten.

Insgesamt haben sich die Kostensenkungen positiv auf das EBITDA ausgewirkt und zu einer guten Steigerung geführt. Mit einem Plus von 2,3 % gegenüber 2011 ist der Zuwachs entsprechend überproportional zur Umsatzsteigerung verlaufen. Die EBITDA-Marge konnte im gleichen Zuge ebenfalls verbessert werden, von 12,6 % auf nunmehr 12,7 %.

Beim EBIT hingegen musste ein leichter Rückgang um 2,0 % hingenommen werden, was sich mit einem steigenden Abschreibungsaufwand begründet. Dieser rührt aus Erneue-

rungsinvestitionen bei Verpackungen (Mehrwegverpackungen wie Getränkeboxen) im 1. HJ 2012. Dies zeigt sich auch bei den Investitionen ins Sachanlagevermögen, welche mit 0,73 Mio. € deutlich über dem Vorjahresniveau von 0,29 Mio. € lagen.



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

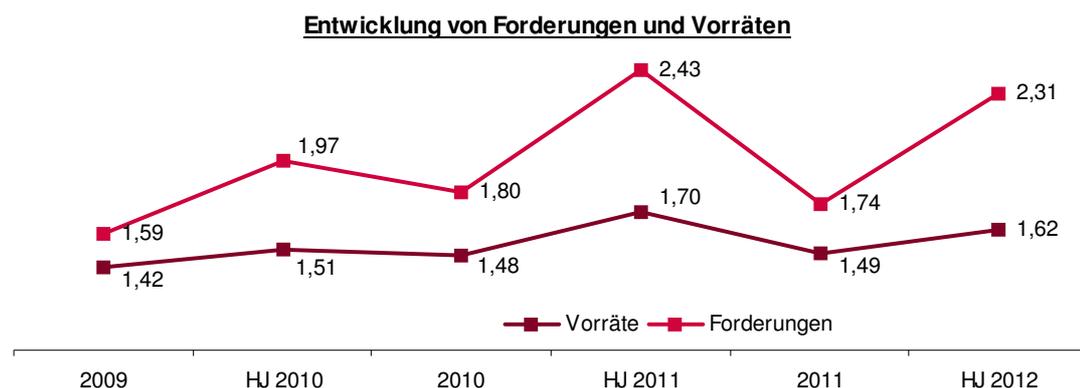
Das Periodenergebnis nach Steuern konnte trotz der erhöhten Abschreibungen gesteigert werden, da diese durch einen niedrigeren effektiven Steueraufwand kompensiert wurden. Die unterschiedliche steuerliche und handelsrechtliche Behandlung der Abschreibungen auf die Investitionen in Verpackungen führte zu einer Erhöhung der passiven latenten Steuern und damit einer niedrigeren Steuerquote.

In der Folge war ein um 3,1 % gesteigertes Periodenergebnis von 0,143 Mio. € zu verzeichnen, nach 0,139 Mio. € im Vorjahr.

Bilanzielle und finanzielle Situation - geprägt durch solide Bilanzkennzahlen

Saisonal bedingt, liegen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Vorräte zum Halbjahr stets über den Niveaus des Geschäftsjahresendes. Auf Grund der Tatsache, dass in den Sommermonaten die Nachfrage nach Getränken am höchsten ist, werden in der ersten Jahreshälfte die Bestände an Vorräten aufgestockt. Entsprechend der erhöhten Verkaufstätigkeiten steigen zum Halbjahr auch die Forderungen entsprechend an.

Wie aus der nachfolgenden Grafik ersichtlich ist, nivelliert sich das Working Capital in der zweiten Jahreshälfte stets wieder deutlich.



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Aus diesem Grund fällt der operative Cashflow in der ersten Jahreshälfte saisonal bedingt geringer aus als in der zweiten Jahreshälfte. Im 1. HJ 2012 lag dieser auf einem ausgeglichenem Niveau, nach 1,08 Mio. € im Vorjahr. Der Rückgang ist im Wesentlichen auf einen Rückgang der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen zurückzuführen.

Bilanziell haben sich des Weiteren keine wesentlichen Veränderungen ergeben und wir schätzen die Bilanz der BHB Brauholding weiterhin als sehr solide ein. Kreditverbindlichkeiten von 2,05 Mio. € stehen liquide Mittel und Darlehensforderungen in Höhe von 2,56 Mio. € gegenüber. Gleichzeitig beträgt die Eigenkapitalquote hohe 69,4 %. Wesentliche, über das übliche Maß hinaus gehende, Risiken sind in der Bilanz nicht erkennbar.

Prognose und Modellannahmen - Leichte Anhebung der Prognosen

In Mio. €	2011	2012e (alt)	2012e (neu)	2013e (alt)	2013e (neu)
Umsatz	16,09	16,18	16,26	16,30	16,42
EBITDA (Marge)	2,05 (12,7 %)	1,99 (12,3 %)	2,08 (12,8 %)	1,98 (12,2 %)	2,12 (12,2 %)
EBIT (Marge)	0,47 (2,9 %)	0,47 (2,9 %)	0,48 (3,0 %)	0,48 (2,9 %)	0,49 (3,0 %)
Konzernergebnis	0,30	0,31	0,31	0,32	0,32

Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen - Anhebung der Umsatzerwartung - 1,0 % Wachstum erwartet

Die Umsatzentwicklung im 1. HJ 2012 lag über unseren Erwartungen. Grund hierfür waren neben Preiserhöhungen auch die Erschließung neuer Absatzregionen bzw. das Gewinnen von neuen Kunden im Gastronomie- und Handelsbereich.

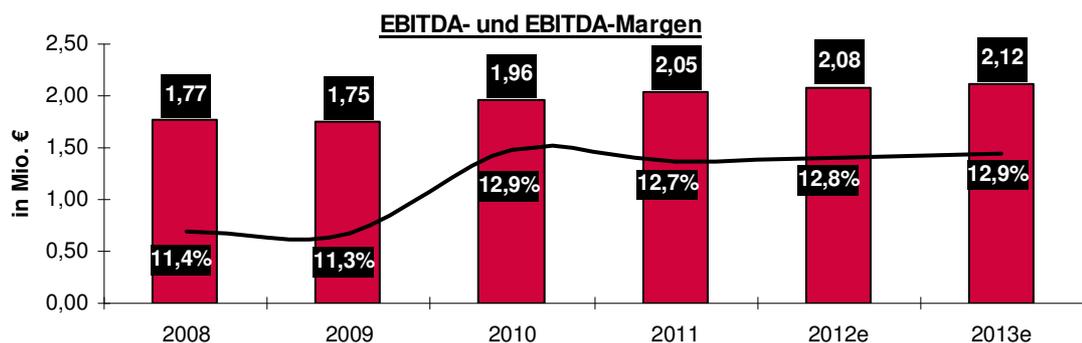
Vor diesem Hintergrund haben wir unsere sehr konservativen Umsatzprognosen für das Gesamtjahr 2012 leicht nach oben adjustiert und gehen nun von einem Wachstum um 1,0 % auf 16,26 Mio. € aus. Angesichts der Zuwachsrates von 1,7 % im 1. HJ 2012 ist dies immer noch eine konservative Prognose. Weitere Akquisitionen sind in dieser Prognose nicht enthalten. Anorganisches Wachstum ist jedoch weiterhin ein strategischer Baustein und das Management befindet sich in einem ständigen Sondierungsprozess.

Ergebnisprognosen - gesteigerte Rentabilität durch sinkende Rohstoffkosten

Auch ergebnisseitig haben wir die Prognosen leicht nach oben genommen. Beim EBITDA gehen wir nach der guten Entwicklung im 1. HJ 2012 nun für das GJ 2012 von einem Wert in Höhe von 2,08 Mio. € aus, was einer EBITDA-Marge von 12,8 % entspricht.

Unterstützend wirken sich, die Ergebnisse betreffend, die sich entspannenden Rohstoffpreise aus. Insbesondere bei Hopfen und Malz wird auf Grund der guten Erntesituation in diesem Jahr von weiteren Preisrückgängen ausgegangen. Auch bei den Energiepreisen sind teilweise rückläufige Tendenzen zu bemerken.

Die niedrigeren Estandskosten, bei gleichzeitig steigenden Umsatzerlösen, führen zu einem Anstieg der Rentabilität. Dieser schon im 1. HJ 2012 zu beobachtende Trend wird sich unserer Einschätzung nach im 2. HJ 2012 fortsetzen und auch im GJ 2013 noch Wirkung entfalten.



Quelle: Berechnungen GBC

Bei den Abschreibungen gehen wir nun für 2012 von etwas höheren Werten aus, als bislang. Die Investitionen in Verpackungen im 1. HJ 2012 schlagen sich hierbei nieder. Daher erwarten wir bei der EBIT-Marge einen leicht unterproportional verlaufenden Anstieg auf 3,0 %. Absolut gehen wir beim EBIT von einer leichten Steigerung um 2,5 % auf 0,48 Mio. € aus.

Auch auf das Nettoergebnis wird sich die weitere Rentabilitätssteigerung niederschlagen, so dass dieses mit 0,31 Mio. € ausfallen sollte. Angesichts dessen wird es dem Unternehmen erneut problemlos möglich sein eine Dividende auszuschütten, welche gemäß unseren Schätzungen mit 0,06 € mindestens auf dem Vorjahresniveau liegen dürfte.

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 2012 bis 2013 in Phase 1 (siehe Seite 5), erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,9 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 33 % 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 2,00 %.

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 0,98.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,36 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,36 %.

Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,36 % errechnet. Gleichzeitig haben wir das Kursziel auf das Jahr 2013 prolongiert. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 3,65 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel bestätigt. Trotz der angehobenen Schätzungen für das laufende und kommende GJ bleibt das Kursziel unverändert, da wir gleichzeitig auch bei den Investitionen (CAPEX) von leicht höheren Werten ausgehen. Beide Effekte gleichen sich dabei gegenseitig aus.

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	12,9%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	32,0%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	16,26	16,42	16,75	17,09	17,43	17,78	18,13	18,50	
US Veränderung	1,0%	1,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	3,21	3,25	3,29	3,34	3,40	3,46	3,52	3,58	
EBITDA	2,08	2,12	2,16	2,20	2,25	2,29	2,34	2,39	
EBITDA-Marge	12,8%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	
EBITA	0,48	0,49	0,54	0,58	0,61	0,65	0,69	0,74	
EBITA-Marge	3,0%	3,0%	3,2%	3,4%	3,5%	3,7%	3,8%	4,0%	4,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,17	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,22	-0,23	-0,24	
	34,8%	35,4%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	0,31	0,32	0,36	0,39	0,41	0,44	0,47	0,49	
Kapitalrendite	5,3%	5,4%	6,2%	6,5%	6,9%	7,3%	7,7%	8,2%	8,2%
Working Capital (WC)	0,81	0,82	0,84	0,85	0,87	0,89	0,91	0,92	
WC zu Umsatz	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	5,06	5,06	5,09	5,11	5,13	5,14	5,15	5,16	
AFA auf OAV	-1,60	-1,63	-1,62	-1,63	-1,64	-1,64	-1,64	-1,65	
AFA zu OAV	31,6%	32,1%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
Investitionen in OAV	-1,58	-1,63	-1,65	-1,65	-1,66	-1,65	-1,65	-1,66	
Investiertes Kapital	5,87	5,88	5,93	5,96	6,00	6,03	6,06	6,08	
EBITDA	2,08	2,12	2,16	2,20	2,25	2,29	2,34	2,39	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,22	-0,23	-0,24	
Investitionen gesamt	-1,59	-1,63	-1,67	-1,67	-1,67	-1,67	-1,67	-1,68	
Investitionen in OAV	-1,58	-1,63	-1,65	-1,65	-1,66	-1,65	-1,65	-1,66	
Investitionen in WC	-0,02	-0,01	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,32	0,31	0,32	0,35	0,37	0,41	0,44	0,47	6,87
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,16	6,31							
Barwert expliziter FCFs	1,98	1,82							
Barwert des Continuing Value	4,18	4,49							
Nettoschulden (Net debt)	-4,89	-5,02							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	11,05	11,32							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	11,05	11,32							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,100	3,100							
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,57	3,65							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,98
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

WACC	Kapitalrendite				
	6,4%	6,9%	7,4%	7,9%	8,4%
4,2%	3,01	2,92	2,85	2,78	2,73
6,2%	3,52	3,37	3,25	3,15	3,06
8,2%	4,02	3,82	3,65	3,51	3,39
10,2%	4,53	4,27	4,06	3,87	3,72
12,2%	5,03	4,72	4,46	4,24	4,05

Fazit

Umsatz zum HJ über unseren Erwartungen - Rentabilität gesteigert - Prognosen für 2012 und 2013 angehoben - Kursziel von 3,65 € bestätigt - Rating KAUFEN

Trotz eines rückläufigen Biermarktes konnte die BHB Brauholding AG (BHB AG) ihre Umsatzerlöse im 1. HJ 2012 steigern. Während der Bierabsatz hierzulande im ersten Halbjahr 2012 um 2,3 % rückläufig war, hielt die BHB AG das Absatzvolumen von 105 Tausend Hektolitern gegenüber dem Vorjahr konstant. Die Umsatzerlöse steigerte das Unternehmen gleichzeitig um 1,7 % auf 7,97 Mio. €.

Hintergrund dieser guten Umsatzentwicklung, die über unseren Erwartungen lag, waren Preissteigerungen, die am Markt durchgesetzt werden konnten. Zudem machen sich die Absatzbemühungen des Unternehmens bezahlt, so dass im 1. HJ 2012 auch neue Kunden hinzugewonnen werden konnten.

Dank sich entspannender Rohstoffpreise sowie einer anhaltenden Kostendisziplin, steigerte die BHB AG das operative Ergebnis (EBITDA) im 1. HJ 2012 überproportional um 2,3 % auf 1,01 Mio. €. Die EBITDA-Marge legte auf 12,7 % zu.

Vor dem Hintergrund der über unseren Erwartungen liegenden Halbjahreszahlen haben wir unsere Prognosen für das GJ 2012 nach oben adjustiert. Demnach gehen wir nun von einer Umsatzsteigerung in Höhe von 1,0 % auf 16,26 Mio. € aus, was angesichts der zum Halbjahr erreichten Zuwachsrate noch immer als konservativ zu betrachten ist.

Auch bei den Ergebniskennzahlen gehen wir nun von nochmals leicht verbesserten Werten aus. Nach einer bisher leicht rückläufig erwarteten EBITDA-Entwicklung, erwarten wir nun einen Zuwachs gegenüber dem GJ 2011 von 1,6 % auf 2,08 Mio. €.

Haupttreiber der gesteigerten Rentabilität sollten dabei die sich entspannenden Rohstoffpreise sein, die zu niedrigeren Einstandskosten führen. Durch die hohe Sensitivität der BHB AG hinsichtlich Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz, Zucker oder Energie, wirken sich sinkende Rohstoffpreise sehr positiv auf die Rentabilitätssituation aus.

Angesichts dessen ist zudem davon auszugehen, dass der Jahresüberschuss gegenüber 2011 um 3,0 % verbessert ausfallen wird. Die für das GJ 2011 ausgeschüttete Dividende in Höhe von 0,06 € dürfte damit mindestens auch für das GJ 2012 erneut zu erwarten sein.

Mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,7 ist die Aktie der BHB AG sehr günstig bewertet. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund der starken operativen Cashflows, welche das Unternehmen generiert, sowie der daraus resultierenden Möglichkeit stabile Dividenden auszuschütten. Der EV/EBITDA von 3,4 weist ebenfalls auf die sehr günstige Bewertung der Aktie hin.

Das Kursziel, welches wir auf das GJ 2013 prolongieren, haben wir mit 3,65 € unverändert belassen. Damit errechnet sich nach wie vor ein hohes Kurspotenzial. Das Rating KAUFEN bestätigen wir vor diesem Hintergrund erneut.

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



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