



## Researchstudie (Anno)



**Preiserhöhungen und Exportgeschäft  
sorgen für Umsatzplus**

-

**Deutliche EBIT-Steigerung in 2013 zu erwarten**

**Rating: KAUFEN**

**Fairer Wert: 3,65 €**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

---



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

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 3,65**

Aktueller Kurs: 2,34

16.4.2013 / MCH

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,368

Marketcap<sup>3</sup>: 7,25

Enterprise Value<sup>3</sup>: 6,11

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

Streubesitz: 58,00 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12.2013

### Analysten:

Felix Gode

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

Philipp Leipold

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

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 19

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

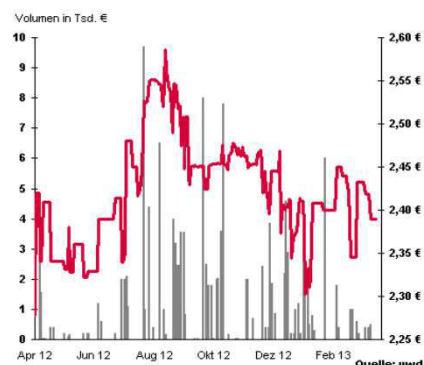
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 81

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 Treffe 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 | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013e | 31.12.2014e |
|---------------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Umsatz                    | 16,09      | 16,30      | 16,50       | 16,71       |
| EBITDA                    | 2,07       | 2,09       | 2,12        | 2,12        |
| EBIT                      | 0,47       | 0,41       | 0,50        | 0,52        |
| Jahresüberschuss          | 0,30       | 0,25       | 0,32        | 0,34        |

| Kennzahlen in EUR  | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013e | 31.12.2014e |
|--------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Gewinn je Aktie    | 0,10       | 0,08       | 0,10        | 0,11        |
| Dividende je Aktie | 0,06       | 0,06       | 0,07        | 0,07        |

| Kennzahlen | 31.12.2011 | 31.12.2012 | 31.12.2013e | 31.12.2014e |
|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| EV/Umsatz  | 0,37       | 0,38       | 0,37        | 0,37        |
| EV/EBITDA  | 2,84       | 2,93       | 2,88        | 2,88        |
| EV/EBIT    | 12,57      | 14,99      | 12,33       | 11,76       |
| KGV        | 24,42      | 28,79      | 22,67       | 21,34       |
| KBV        |            | 0,68       |             |             |

### Finanztermine:

#### Datum: Ereignis

05.07.2013: Hauptversammlung

18.07.2013: m:access Analystenkonferenz

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

#### Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

12.02.2013: RG / 3,65 / KAUFEN

11.02.2013: RS / 3,65 / KAUFEN

05.11.2012: RG / 3,65 / KAUFEN

29.10.2012: RS / 3,65 / KAUFEN

11.10.2012: RS / 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 Augsburg angefordert werden.



# Inhaltsangabe

## Unternehmen

|                           |   |
|---------------------------|---|
| Unternehmensstruktur..... | 4 |
| Aktionärsstruktur.....    | 4 |
| Markenportfolio.....      | 4 |

## Markt und Marktumfeld

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| Absatzentwicklung in Deutschland..... | 5 |
|---------------------------------------|---|

## Unternehmensentwicklung & Prognose

|   |    |
|---|----|
| Zahlen im Überblick.....                          | 6  |
| Geschäftsentwicklung 2012.....                    | 7  |
| Umsatzentwicklung.....                            | 7  |
| Ergebnisentwicklung .....                         | 8  |
| Bilanzielle und finanzielle Situation.....        | 9  |
| SWOT-Analyse BHB Brauholding Bayern-Mitte AG..... | 10 |
| Prognose und Modellannahmen.....                  | 11 |
| Umsatzprognosen.....                              | 11 |
| Ergebnisprognosen.....                            | 12 |

## Bewertung

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| DCF-Bewertung.....                   | 13 |
| Modellannahmen.....                  | 13 |
| Bestimmung der Kapitalkosten .....   | 13 |
| Modellergebnis.....                  | 13 |
| Discounted Cashflow-Betrachtung..... | 14 |

## Fazit

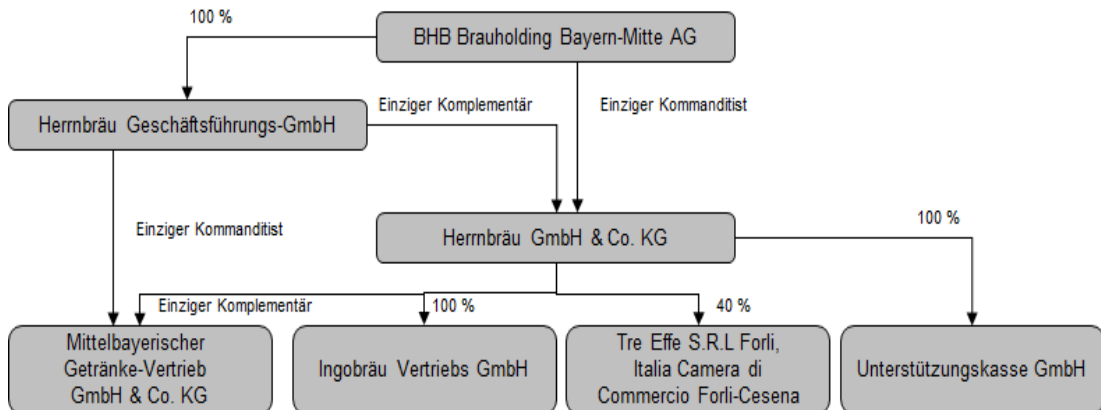
15

## Anhang

|   |    |
|---|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss .....                         | 17 |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | 19 |

# Unternehmen

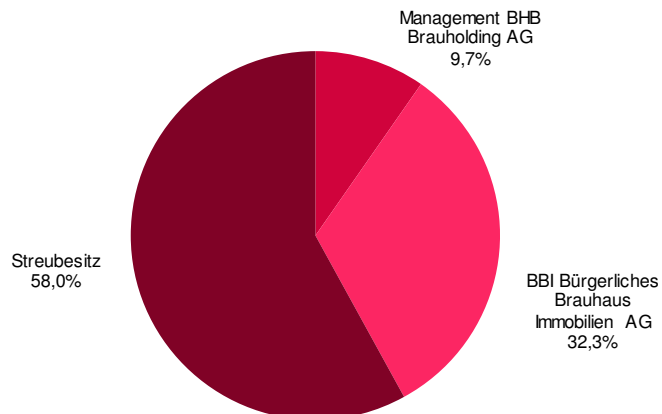
## Unternehmensstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

## Aktionärsstruktur

**Aktionärstruktur (31.12.2012)**



Quelle: BHB Brauholding AG

## Markenportfolio



Quelle: BHB Brauholding AG

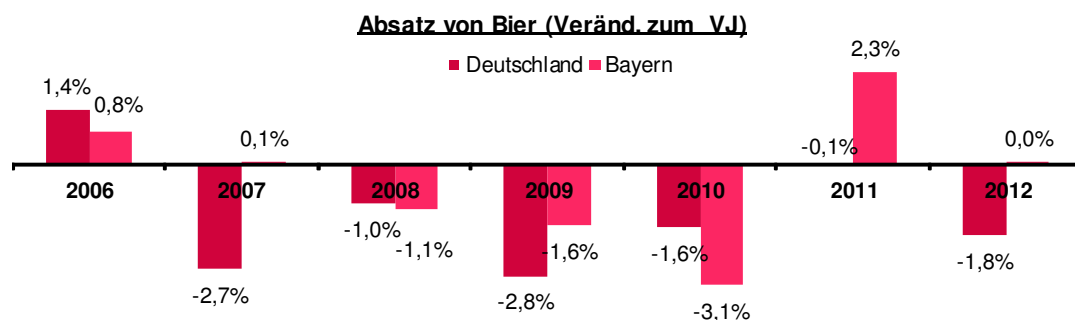
## Markt und Marktumfeld

### Absatzentwicklung in Deutschland rückläufig, in Bayern jedoch stabil

Der deutsche Biermarkt zeigt sich seit mehreren Jahren stetig rückläufig. Seit dem Jahr 2005 ist der Bierabsatz hierzulande um 8,4 % rückläufig gewesen. Mit einem Gesamtabatz von 96,5 Mio. Hektolitern wurde auch im Jahr 2012 ein neuer Tiefpunkt erreicht. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr betrug 1,8 %.

Hintergrund dieser Entwicklung ist insbesondere die demografische Entwicklung in Deutschland. Auf Grund der sinkenden Geburtenraten nimmt die Zahl der volljährig werdenden und damit zum Konsumentenkreis gehörenden Bevölkerung stetig ab. Daher ist auch davon auszugehen, dass in den kommenden Jahren keine Trendwende eingeleitet werden wird, da die Geburtenraten über die letzten 20 Jahre rückläufig waren.

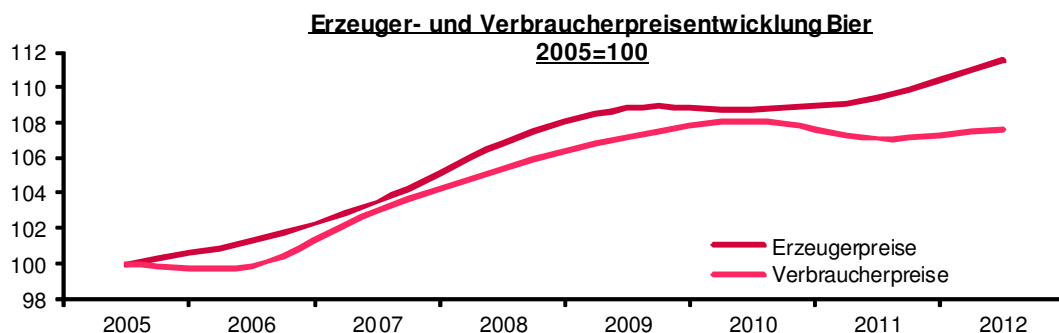
Etwas stabiler zeigt sich der Bierabsatz hingegen in Bayern. Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Stärke und der damit einhergehend guten Arbeitsmarktsituation ist das Bundesland durch einen Bevölkerungszuwachs auf Grund von Zuzug geprägt. Dies stabilisiert auch den Bierabsatz in Bayern. So war im Jahr 2011 sogar ein Zuwachs um 2,3 % zu verzeichnen. In 2012 verblieb der Bierabsatz nun auf dem Vorjahresniveau. Auf lange Sicht ist der Rückgang in Bayern seit dem Jahr 2005 mit 2,6 % deutlich moderater ausgefallen als auf gesamtdeutscher Basis. Mit dem Standort Ingolstadt und Bayern als Hauptabsatzgebiet hat die BHB Brauholding AG damit einen entscheidenden Standortvorteil.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Zudem ist der deutsche Biermarkt seit mehreren Jahren von einem Auseinanderlaufen der Erzeuger- und Verbraucherpreise geprägt. Während die Verbraucherpreise für Bier seit 2005 lediglich um 7,6 % gestiegen sind, haben die Erzeugerpreise im gleichen Zeitraum um 11,5 % zugelegt. Die nur gering steigenden Verbraucherpreise bei Bier sind entsprechend den sinkenden Absatzzahlen geschuldet. Diese auseinanderlaufende Preisschere wirkt sich belastend auf die Ergebnismargen aller Unternehmen der Branche aus.

Während die Preise für Hopfen und Malz dabei in den vergangenen Jahren weitgehend stabil blieben, haben insbesondere die Preise für Hilfsstoffe wie Etiketten, Verschlüsse, Verpackungen oder Energie für den jüngsten Preisanstieg bei den Erzeugerkosten gesorgt. Dies konnten die Brauereien im vergangenen Jahr zwar mit Preiserhöhungen abfedern, jedoch nicht vollständig kompensieren.



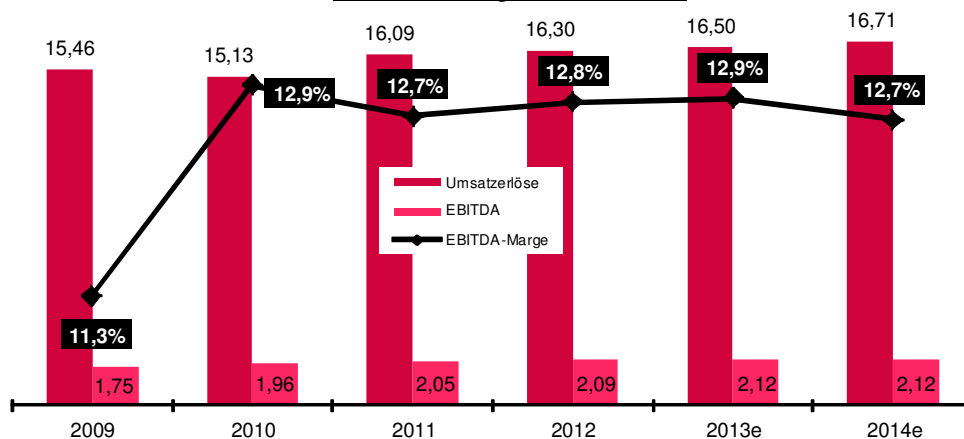
Quelle: Statistisches Bundesamt

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Zahlen im Überblick

| GuV (in Mio. €)                                     | GJ 2010       | in %           | GJ 2011       | in %           | GJ 2012       | in %           | GJ 2013e      | in %           | GJ 2014e      | in %           |
|---|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                                 | <b>15,129</b> | <b>100,00%</b> | <b>16,094</b> | <b>100,00%</b> | <b>16,300</b> | <b>100,00%</b> | <b>16,504</b> | <b>100,00%</b> | <b>16,710</b> | <b>100,00%</b> |
| Bestandsveränderung                                 | -0,028        | -0,19%         | 0,050         | 0,31%          | -0,056        | -0,34%         | 0,000         | 0,00%          | 0,000         | 0,00%          |
| Sonstige betriebliche Erträge                       | 0,137         | 0,91%          | 0,213         | 1,33%          | 0,095         | 0,58%          | 0,100         | 0,61%          | 0,100         | 0,60%          |
| Materialaufwand                                     | -5,265        | -34,80%        | -5,600        | -34,80%        | -5,742        | -35,23%        | -5,776        | -35,00%        | -5,849        | -35,00%        |
| <b>Rohergebnis</b>                                  | <b>9,973</b>  | <b>65,92%</b>  | <b>10,757</b> | <b>66,84%</b>  | <b>10,597</b> | <b>65,01%</b>  | <b>10,827</b> | <b>65,61%</b>  | <b>10,962</b> | <b>65,60%</b>  |
| Personalaufwand                                     | -4,396        | -29,06%        | -4,679        | -29,08%        | -4,694        | -28,79%        | -4,764        | -28,87%        | -4,835        | -28,94%        |
| Abschreibungen                                      | -1,538        | -10,17%        | -1,579        | -9,81%         | -1,637        | -10,04%        | -1,625        | -9,85%         | -1,600        | -9,58%         |
| sonstige betriebliche Aufwendungen                  | -2,854        | -18,86%        | -3,210        | -19,94%        | -3,078        | -18,89%        | -3,100        | -18,78%        | -3,152        | -18,86%        |
| <b>Betriebsergebnis</b>                             | <b>1,185</b>  | <b>7,83%</b>   | <b>1,289</b>  | <b>8,01%</b>   | <b>1,188</b>  | <b>7,29%</b>   | <b>1,338</b>  | <b>8,11%</b>   | <b>1,374</b>  | <b>8,22%</b>   |
| Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens        | 0,098         | 0,65%          | 0,083         | 0,51%          | 0,086         | 0,53%          | 0,090         | 0,55%          | 0,090         | 0,54%          |
| Zinserträge   | 0,035         | 0,23%          | 0,089         | 0,55%          | 0,067         | 0,41%          | 0,050         | 0,30%          | 0,050         | 0,30%          |
| Abschreibungen auf Finanzanlagen                    | -0,025        | -0,17%         | -0,023        | -0,15%         | -0,019        | -0,12%         | -0,025        | -0,15%         | -0,025        | -0,15%         |
| Zinsaufwendungen                                    | -0,137        | -0,91%         | -0,110        | -0,68%         | -0,083        | -0,51%         | -0,050        | -0,30%         | -0,050        | -0,30%         |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b> | <b>1,156</b>  | <b>7,64%</b>   | <b>1,327</b>  | <b>8,25%</b>   | <b>1,240</b>  | <b>7,61%</b>   | <b>1,403</b>  | <b>8,50%</b>   | <b>1,439</b>  | <b>8,61%</b>   |
| Steuern vom Einkommen und vom Ertrag                | -0,062        | -0,41%         | -0,150        | -0,93%         | -0,142        | -0,87%         | -0,175        | -1,06%         | -0,180        | -1,08%         |
| Sonstige Steuern                                    | -0,837        | -5,53%         | -0,880        | -5,47%         | -0,847        | -5,19%         | -0,908        | -5,50%         | -0,919        | -5,50%         |
| Kosten Kapitalerhöhung                              | -0,242        | -1,60%         | 0,000         | 0,00%          | 0,000         | 0,00%          | 0,000         | 0,00%          | 0,000         | 0,00%          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                             | <b>0,015</b>  | <b>0,10%</b>   | <b>0,297</b>  | <b>1,85%</b>   | <b>0,252</b>  | <b>1,55%</b>   | <b>0,320</b>  | <b>1,94%</b>   | <b>0,340</b>  | <b>2,04%</b>   |
| <br>  |               |                |               |                |               |                |               |                |               |                |
| EBITDA  | 1,959         |                | 2,069         |                | 2,090         |                | 2,121         |                | 2,120         |                |
| <i>in % der Umsatzerlöse</i>                        | 13,0          |                | 12,9          |                | 12,8          |                | 12,9          |                | 12,7          |                |
| EBIT  | 0,421         |                | 0,468         |                | 0,408         |                | 0,496         |                | 0,520         |                |
| <i>in % der Umsatzerlöse</i>                        | 2,8           |                | 2,9           |                | 2,5           |                | 3,0           |                | 3,1           |                |
| <br>  |               |                |               |                |               |                |               |                |               |                |
| Ergebnis je Aktie                                   | 0,01          |                | 0,10          |                | 0,08          |                | 0,10          |                | 0,11          |                |
| Dividende je Aktie                                  | 0,00          |                | 0,06          |                | 0,06          |                | 0,07          |                | 0,07          |                |
| Aktienanzahl in Mio. Stück                          | 3,100         |                | 3,100         |                | 3,100         |                | 3,100         |                | 3,100         |                |

### Umsatz- und Ergebniskennzahlen



Quelle: BHB, GBC



## Geschäftsentwicklung 2012 - Umsatz- und EBITDA-Prognosen leicht übertroffen

| In Mio. €        | GJ 2011       | GJ 2012e GBC  | GJ 2012a      | Delta 2011/2012    |
|------------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|
| Umsatzerlöse     | 16,09         | 16,26         | 16,30         | +1,3 %             |
| EBITDA (Marge)   | 2,07 (12,9 %) | 2,08 (12,8 %) | 2,09 (12,8 %) | +1,0 % (-0,1 Pp.)  |
| EBIT (Marge)     | 0,47 (2,9 %)  | 0,48 (3,0 %)  | 0,41 (2,5 %)  | -12,6 % (-0,4 Pp.) |
| Jahresüberschuss | 0,30          | 0,31          | 0,25          | -15,3 %            |

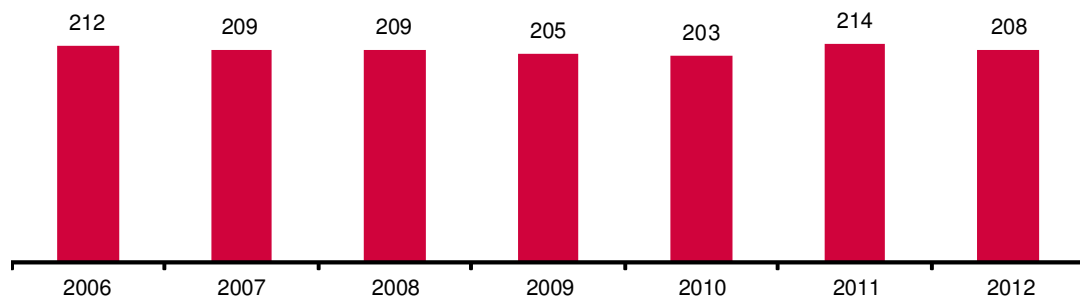
Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

### Umsatzentwicklung - Preiserhöhungen ermöglichen Umsatzsteigerungen

Die Absatzentwicklung der BHB Brauholding AG zeigte sich im abgelaufenen GJ 2012 einmal mehr erfreulich, insbesondere vor dem Hintergrund des weiterhin schrumpfenden Gesamtmarktes in Deutschland. Zwar lag der Getränkeabsatz mit 208 Tausend Hektolitern (htl) leicht unterhalb des Vorjahresniveaus von 214 htl, jedoch ist dabei im Vorjahr ein Sondereffekt zu beachten. Die Absätze waren in 2011 durch ein Brauereipartnergeschäft positiv in Höhe von 8 htl beeinflusst, was sich in 2012 nicht wiederholte.

Bereinigt um diesen Sondereffekt war demnach ein Anstieg um 6 htl bzw. um 1,0 % zu verzeichnen gewesen. Angesichts der rückläufigen Absatzentwicklung bei Bier in Deutschland ist dies eine gute Entwicklung, die für die strategische Positionierung des Unternehmens und den Qualitätsanspruch an die eigenen Produkte spricht.

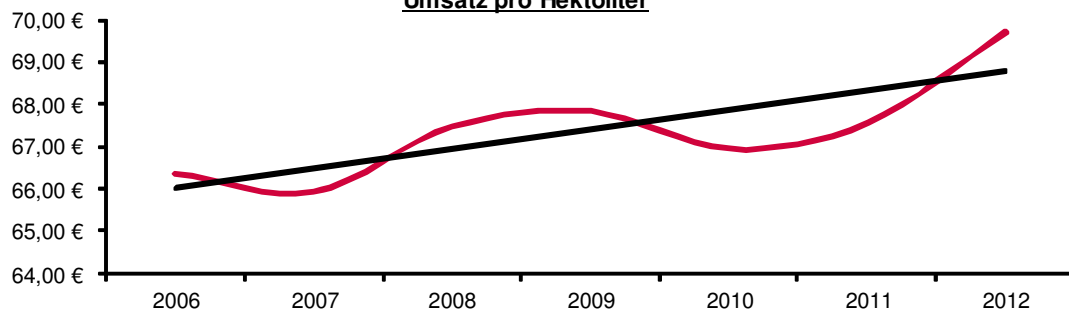
#### Absatzentwicklung in Tsd. Hektolitern



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Innerhalb der Absatzbetrachtung ist die Entwicklung des Gastronomiegeschäfts positiv hervorzuheben. Mit einem Umsatzanteil von ca. 40 % am Gesamtabsatz ist die Gastronomie der wichtigste Umsatzträger. Hier konnte ein erfreulicher Zuwachs um 1,0 % gegenüber dem Vorjahr verzeichnet werden. Erneut sehr dynamisch war auch der Exportabsatz, mit einem Zuwachs um 8,2 %. Inzwischen macht der Export einen Anteil am Gesamtbeerabsatz in Höhe von 14,8 % aus. Im GJ 2008 lag die Quote noch bei 11,5 %. Dies macht die steigende Bedeutung des Exportgeschäfts und die höhere Wachstumsdynamik deutlich.

#### Umsatz pro Hektoliter



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

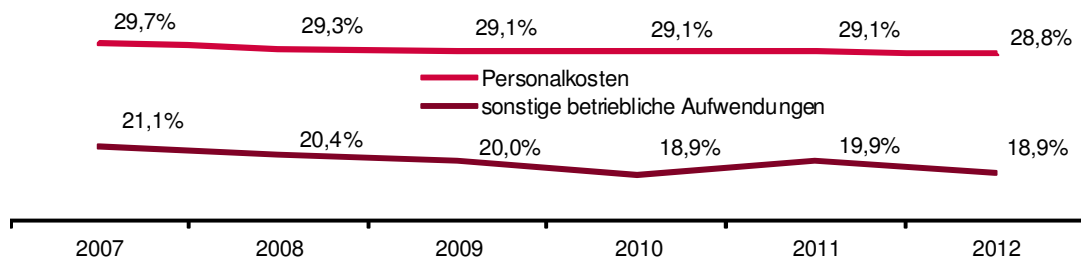
Noch erfreulicher als die Absätze entwickelten sich die Umsatzerlöse. Auf Grund der Absatzsteigerungen zum einen, aber zum anderen auch auf Grund von Preiserhöhungen, die am Markt durchgesetzt werden konnten, verbesserten sich die Umsatzerlöse überproportional zum Absatz um 1,3 % auf 16,30 Mio. €. In Folge der Preiserhöhungen konnte auch der

Preis pro verkauftem Hektoliter über das gesamte Produktsortiment hinweg um 3,2 % auf nunmehr 69,71 € erhöht werden und markierte den höchsten Stand im Betrachtungszeitraum seit 2006. Diese erfreuliche Entwicklung ist einmal mehr ein Indiz für den hohen Qualitätsanspruch der BHB Brauholding AG, auf Grund dessen entsprechend Schritte vollzogen werden können, um den steigenden Erzeugerpreisen entgegenzuwirken.

### Ergebnisentwicklung - Kostendisziplin ermöglicht weitere EBITDA-Steigerung

Trotz der steigenden Umsatzerlöse konnte die Rohertragsmarge des Vorjahres von 66,8 % nicht gehalten werden. Mit 65,0 % war ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen. Hierbei sind insbesondere zwei Effekte verantwortlich gewesen. Zum einen ist ein Rückgang bei den sonstigen betrieblichen Erträgen um 0,12 Mio. € zu verzeichnen gewesen, was auf einen einmaligen positiven Sondereffekt im Vorjahr zurückzuführen ist. Zum anderen belasteten die gesteigerten Erzeugerpreise die Rohmarge. Dabei waren die Preise für Rohstoffe zur Bierherstellung, wie Malz, Hopfen oder Energie, auch auf Grund von langfristigen Lieferverträgen, weitestgehend konstant. Vielmehr waren erhöhte Kosten für Grundstoffe zur Herstellung alkoholfreier Getränke, wie z.B. Zucker, Etiketten, Verschlüsse etc., für den Anstieg der Materialaufwendungen verantwortlich.

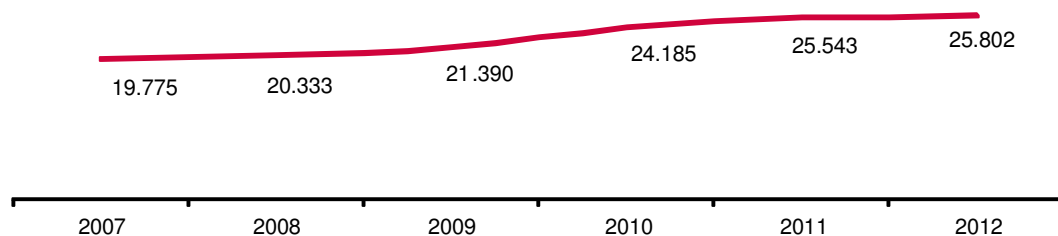
#### Entwicklung der Kostenquoten



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Um dem anhaltenden Kostendruck zu begegnen, optimiert die BHB Brauholding AG stetig ihre Kostenstruktur, insbesondere im Bereich der Fixkosten. Bei der Betrachtung der Personalkosten sowie sonstigen betrieblichen Aufwendungen wird deutlich, dass die Kostenquoten in den vergangenen Jahren stetig gesenkt werden konnten, mit jeweiligen Tiefstwerten im abgelaufenen GJ 2012. In der Folge konnte die BHB Brauholding AG dem Kostendruck in den vergangenen Jahren stetig entgegenwirken. Auch im GJ 2012 konnte trotz der erhöhten Materialaufwendungen eine EBITDA-Marge in Höhe von 12,8 % erzielt werden. Diese lag damit nur geringfügig unter dem Vorjahreswert von 12,9 %. Absolut gesehen, war sogar ein Anstieg des EBITDA um 1,0 % auf 2,09 Mio. € zu verbuchen. Die steigende Effizienz der BHB Brauholding AG drückt sich auch in der Kenngröße EBITDA pro Mitarbeiter aus. Hier konnte seit dem Jahr 2007 eine Verbesserung um 30,5 % auf nunmehr 25.802 € erzielt werden. Gleichzeitig wurde im GJ 2012 ein neuer Höchstwert im Betrachtungszeitraum erreicht.

#### EBITDA pro Mitarbeiter in €



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

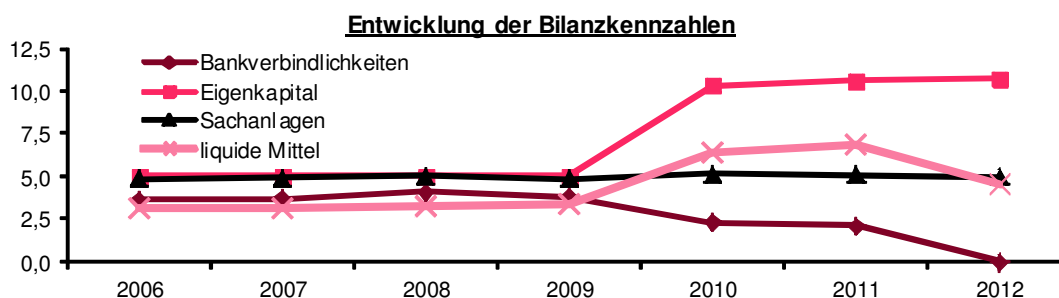
Auf Ebene des EBIT und Jahresüberschusses lagen die erzielten Werte unterhalb des Vorjahres und unseren Prognosen. Dies ist insbesondere auf erhöhte Abschreibungen im Zuge von kurzfristig abzuschreibenden Investitionen zurückzuführen. Insgesamt schätzen wir die Umsatz- und Ergebniszahlen 2012 jedoch als zufriedenstellend ein. Insbesondere vor dem Hintergrund der schwierigen Marktbedingungen kann sich die BHB Brauholding AG von den meisten Wettbewerbern differenzieren, was klar für die strategische Ausrichtung und Positionierung des Unternehmens spricht.

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Verschuldung auf Null gesenkt - 81,4% EK-Quote

| Bilanzkennzahlen (in Mio. €) | 31.12.2010 | 31.12.2011 | 31.12.2012 |
|------------------------------|------------|------------|------------|
| Operatives Anlagevermögen    | 5,12       | 5,08       | 4,95       |
| Working Capital              | 1,08       | 0,80       | 1,29       |
| Nettoverschuldung            | -0,96      | -1,37      | -1,14      |
| Zinsbare Verbindlichkeiten   | 2,25       | 2,12       | 0,00       |
| Finanzvermögen               | 3,21       | 3,49       | 1,14       |
| Eigenkapitalquote in %       | 68,5 %     | 69,0 %     | 81,4 %     |
| Bilanzsumme                  | 15,12      | 15,43      | 13,16      |

Quelle: Berechnungen GBC

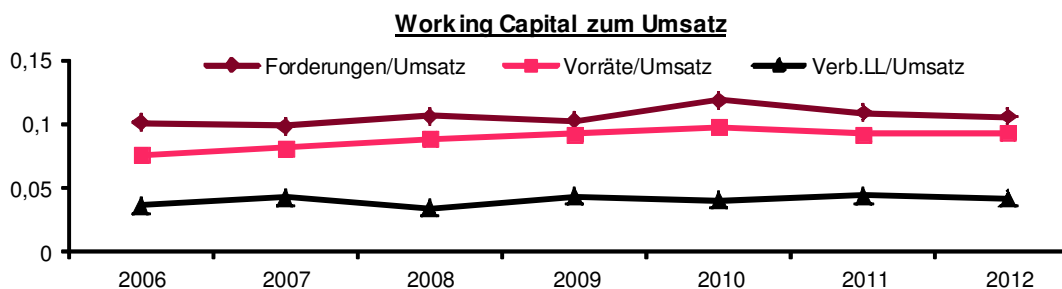
Die bilanzielle und finanzielle Situation der BHB Brauholding AG stellt sich seit dem Börsengang kontinuierlich sehr stark dar. Im angelaufenen GJ 2012 hat das Unternehmen nun nochmals eine weitere Optimierung herbeigeführt, indem das an die VIB Vermögen AG weitergereichte Darlehen in Höhe von 2,08 Mio. € vollständig zurückgeführt wurden. Die resultierende Bilanzverkürzung führte zu einer entsprechenden Erhöhung der Eigenkapitalquote auf nunmehr 81,4 %. Zudem sind die Bankverbindlichkeiten mit der Darlehensrückführung nunmehr auf Null gesenkt worden, so dass das Unternehmen zum Bilanzstichtag 31.12.2012 über eine Nettocashposition in Höhe von 1,14 Mio. € verfügte.



Quelle: Berechnungen GBC

Die Investitionen in das immaterielle Vermögen sowie Sachanlagevermögen beliefen sich im GJ 2012 auf 1,54 Mio. € und lagen zudem abermals unterhalb des Abschreibungsniiveaus. In der Folge resultierte ein weiterer Rückgang des operativen Anlagevermögens auf nunmehr 4,95 Mio. €, was ebenfalls zur erwähnten Bilanzverkürzung beitrug.

Stabil zeigte sich darüber hinaus einmal mehr das Working Capital der BHB Brauholding AG. Ein Blick auf die Positionsgrößen im Verhältnis zu den erzielten Umsatzerlösen macht deutlich, dass die Relationen über die vergangenen Jahre sehr stabil verliefen. Lediglich bei den Vorräten spiegeln sich die Preiserhöhungen der vergangenen Jahre im geringen Umfang wider. Insgesamt ist jedoch zu konstatieren, dass die BHB Brauholding AG ein sehr effizientes Working Capital-Management verfolgt, was auch einer der wesentlichen Faktoren für die gute Cashflow-Situation des Unternehmens ist.



Quelle: Berechnungen GBC

Die starke bilanzielle Situation lässt der BHB Brauholding AG einen großen strategischen Spielraum offen. So sollte z.B. ein anorganisches Wachstum, welches vom Management unverändert verfolgt wird, im Rahmen der guten Bilanz ohne weiteres tragbar sein. Auch eine zumindest teilweise fremdfinanzierte Akquisition ist vor diesem Hintergrund problemlos denkbar.

## SWOT - ANALYSE BHB Brauholding Bayern-Mitte AG

### Stärken

- Anorganisches Wachstum durch aktive Rolle im Konsolidierungsprozess der Brauereibranche ermöglicht steigende Absätze entgegen dem Markttrend
- Solide Eigenkapitalquote von 81,4 % und frei von Bankverbindlichkeiten
- Dynamisches Exportgeschäft unterstützt Wachstumsprozess
- Starke Positionierung auf den Kernmärkten ermöglicht Preiserhöhungen durchzusetzen
- Konstant hohe Working Capital-Effizienz über die vergangenen Jahre hinweg

### Schwächen

- Gewisse Abhängigkeit von Großkunden, da ca. 1/5 der Umsatzerlöse mit den 10 größten Kunden erzielt werden
- Branchentypisch sind die Ergebnis-Margen sehr gering, was die Dividendenzahlung im Falle unerwartet erhöhter Kosten in einem Geschäftsjahr gefährden könnte
- Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen an Kunden auf Grund des harten Wettbewerbs nur bedingt möglich

### Chancen

- Das Exportgeschäft, das derzeit nur nach Italien betrieben wird, soll auch in weiteren Regionen, etwa in Polen, ausgeweitet werden, was das Umsatzwachstum beschleunigen könnte
- BHB AG nimmt eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt ein und könnte damit weiteres anorganisches Wachstum erzeugen
- Der hohe Qualitätsansatz bei den Bieren ermöglicht es der BHB AG, sich dem harten Preiskampf am Markt teilweise zu entziehen
- Großveranstaltungen, wie die Fußball-EM oder die Olympiade, könnten den Bierabsatz in den entsprechenden Jahren zusätzlich beleben

### Risiken

- Der Absatz von Bier ist in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Ein Anhalten oder eine Verstärkung dieses Trends könnte auch zu einem Nachfragerückgang nach den Produkten der BHB AG führen
- Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzrückgängen führen
- Die Profitabilität der BHB AG ist maßgeblich von der Preisentwicklung von Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz oder Energie abhängig. Eine Preiszunahme könnte sich entsprechend ergebnismindernd auswirken
- Auf Grund des scharfen Wettbewerbs am Markt könnte der Druck auf die Verkaufspreise anhalten und so die Ergebnismargen unter Druck bringen

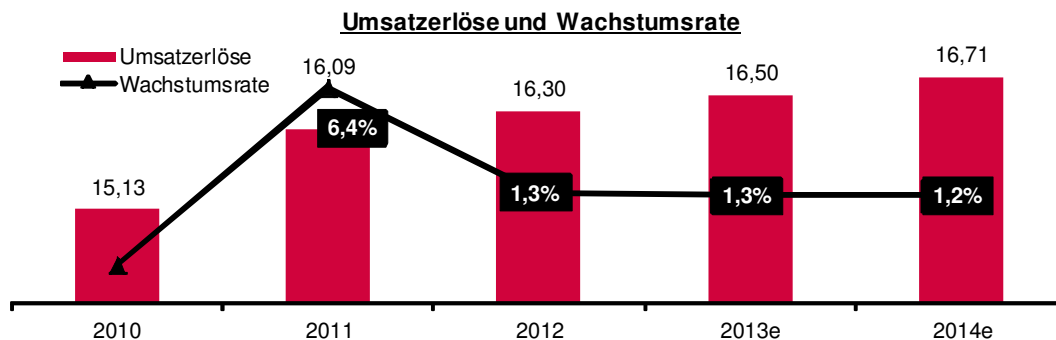
## Prognose und Modellannahmen - weitere Umsatz- und Ergebnissteigerungen in 2013

| In Mio. €              | 2012          | 2013e (alt)   | 2013e (neu)   | 2014          |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Umsatz</b>          | 16,30         | 16,42         | 16,50         | 16,71         |
| <b>EBITDA (Marge)</b>  | 2,09 (12,8 %) | 2,12 (12,9 %) | 2,12 (12,9 %) | 2,12 (12,7 %) |
| <b>EBIT (Marge)</b>    | 0,41 (2,5 %)  | 0,49 (3,0 %)  | 0,50 (3,0 %)  | 0,52 (3,1 %)  |
| <b>Konzernergebnis</b> | 0,25          | 0,32          | 0,32          | 0,34          |

Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognosen - Export und Gastronomie stützen Umsatzerlöse

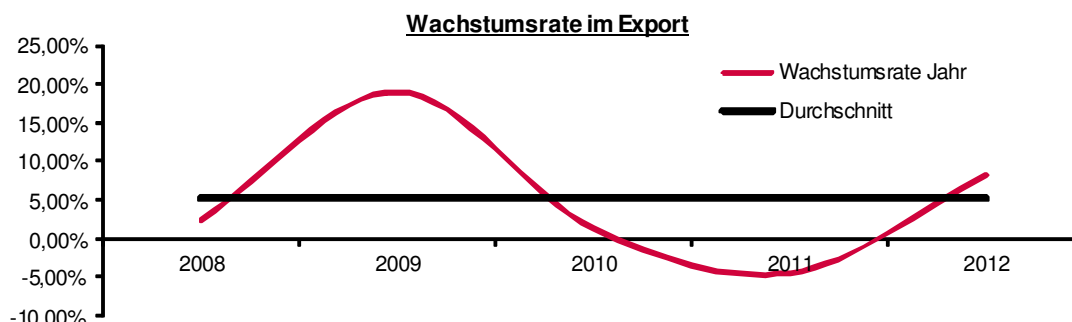
Hinsichtlich unserer Umsatzprognosen für das laufende GJ 2013 haben wir nur leichte Adjustierungen gegenüber unseren bisherigen Annahmen vorgenommen. So gehen wir nun davon aus, dass die BHB Brauholding AG im GJ 2013 ein Wachstum um 1,3 % auf dann 16,50 Mio. € aufweisen wird. Damit haben wir unsere bisherigen Prognosen leicht nach oben hin angepasst. Entsprechend gehen wir davon aus, dass das Unternehmen die gute Umsatzentwicklung des abgelaufenen Jahres wiederholen kann. Für den gesamtdeutschen Biermarkt ist auch für das Jahr 2013 von einer rückläufigen Absatzentwicklung auszugehen, weshalb wir mit unserer Umsatzprognose gleichzeitig davon ausgehen, dass sich die BHB Brauholding AG erneut überproportional bzw. entgegen dem Markttrend entwickeln wird.



Quelle: Berechnungen GBC

Äquivalent dazu gehen wir zudem davon aus, dass auch im GJ 2014 eine entsprechende Entwicklung vollzogen werden kann, mit einem Wachstum um dann 1,2 % auf 16,71 Mio. €. Die starke regionale Verwurzelung und die gute Positionierung in der Gastronomie sind dabei zwei wesentliche Aspekte, welche zur Stabilisierung der Absätze beitragen.

Darüber hinaus sollte auch das Exportgeschäft in den kommenden Jahren weiter an Bedeutung gewinnen. Vor allem auf dem italienischen Markt ist die Nachfrage nach den Bierspezialitäten der Marke Herrnbräu stark zunehmend. In 2012 konnte hier ein Absatzplus von 10 % erreicht werden. Aber auch der polnische Markt ist von wachsender Bedeutung für die BHB Brauholding AG. Nach einem Absatzrückgang im GJ 2011 konnten im GJ 2012 wieder steigende Absatz- und Umsatzzahlen verbucht werden. Insgesamt gehen wir davon aus, dass sich der dynamische Wachstumstrend der vergangenen Jahre, mit einem durchschnittlichen Absatzplus von 5,3 %, fortsetzen und entsprechend zur überdurchschnittlichen Umsatzentwicklung beitragen wird.



Quelle: Berechnungen GBC

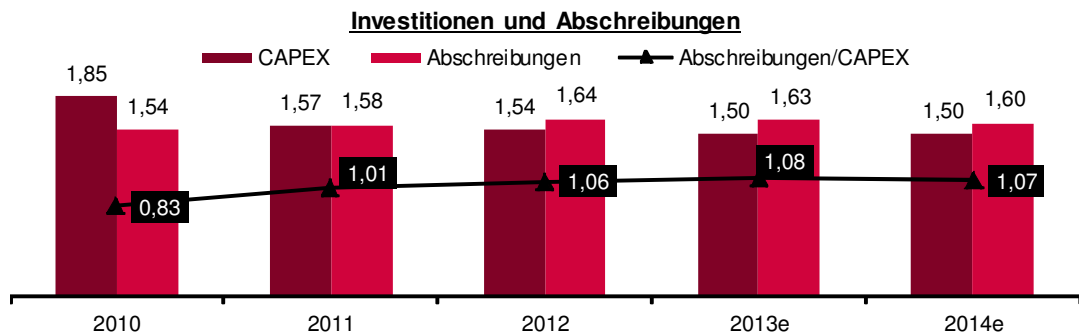
Weitere Übernahmen sind in unseren Prognosen nicht berücksichtigt. Jedoch gehört das anorganische Wachstum weiterhin zum strategischen Bestandteil und entsprechende Sondierungen finden fortlaufend statt. Der bilanzielle Spielraum zur Finanzierung von Übernahmen ist indes ohne weiteres gegeben, da die BHB Brauholding AG über keinerlei Bankverschuldung und eine Eigenkapitalquote in Höhe von 81,4 % verfügt.

### Ergebnisprognosen - weitere Steigerung der Rentabilität - EBIT legt deutlich zu

Angesichts der weiterhin guten Umsatzentwicklung gehen wir auch davon aus, dass die BHB Brauholding AG in den kommenden Jahren weitere Ergebnissteigerungen herbeiführen kann. Insbesondere erwarten wir bereits für das GJ 2013 eine deutliche Entspannung auf der Rohstoffseite, was mit einer merklichen Verbesserung der Rohertragsmarge auf das Niveau der Vorjahre einhergehen sollte.

In Verbindung mit der erwartungsgemäß anhaltenden Kostendisziplin ist davon auszugehen, dass sich eine überproportionale Verbesserung des Ergebnisses einstellt. So erwarten wir für das GJ 2013 ein EBITDA in Höhe von 2,12 Mio. €, was einer Steigerung um 1,5 % entspricht.

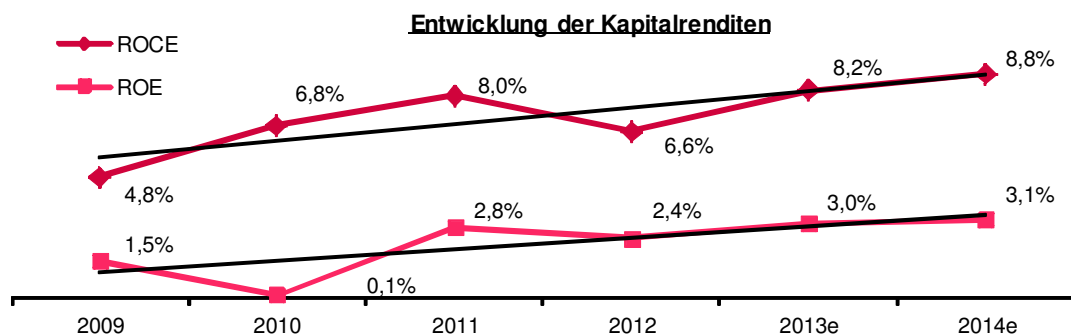
Im Zuge der unter den Abschreibungen liegenden Investitionen der Vorjahre sollten in den kommenden beiden Geschäftsjahren leicht rückläufige Abschreibungsniveaus zu beobachten sein. Dies hat zur Folge, dass sich auf der Ebene des EBIT eine nochmals stärkere Verbesserung einstellen sollte. So gehen wir davon aus, dass im GJ 2013 ein EBIT von 0,50 Mio. € erwirtschaftet werden kann, was einer EBIT-Marge von 3,0 % entspricht. Die erwartete Steigerung gegenüber dem GJ 2012 beträgt entsprechend 21,1 %.



Quelle: Berechnungen GBC

Angesichts der EBIT-Verbesserung sowie der nochmals sinkenden Finanzaufwendungen im Zuge der vollständigen Rückzahlung von Bankdarlehen erwarten wir für das GJ 2013 einen Jahresüberschuss in Höhe von 0,32 Mio. € und damit das höchste Nachsteuer-Ergebnisniveau seit dem Börsengang. Eine nochmalige Zunahme antizipieren wir zudem für das GJ 2014 auf dann 0,34 Mio. €.

Die steigenden Ergebniskennzahlen, in Verbindung mit den erwartungsgemäß anhaltend niedrigen Investitionen (siehe Grafik unten), werden sich voraussichtlich positiv auf die Kapitalrenditen auswirken. Sowohl bei der Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) sowie der Eigenkapitalrendite erwarten wir in den kommenden beiden Geschäftsjahren weitere Steigerungen bzw. das Erreichen von neuen Höchstwerten, welche die Effizienzentwicklung des Unternehmens gut zum Ausdruck bringen.



Quelle: Berechnungen 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 2013 bis 2014 in Phase 1, erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,3 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,5 % 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 7,40 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,40 %.

#### Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,40 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 3,65 €**. Damit haben wir unser bisheriges Kursziel unverändert belassen.

\* Wenngleich der derzeitige Marktzens unterhalb von 2 % notiert, verwendet die GBC AG keine risikolosen Zinssätze kleiner 2 %, um die Entstehung von Bewertungsasymmetrien zu vermeiden.



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

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase              |       | final - Phase                    |       |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Wachstum Gesamtleistung          | 5,0%  | ewiges Wachstum Gesamtleistung   | 2,0%  |
| EBITDA-Marge                     | 20,0% | ewige EBITA - Marge              | 15,8% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 20,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz        | 35,0% |                                  |       |

### dreistufiges DCF - Modell:

| Phase<br>in Mio. EUR                | estimate    |          | consistency |          |          |          |          |          | final<br>Endwert |
|-------------------------------------|-------------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|                                     | GJ 2013e    | GJ 2014e | GJ 2015e    | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | GJ 2019e | GJ 2020e |                  |
| Gesamtleistung (GL)                 | 16,50       | 16,71    | 16,92       | 17,13    | 17,34    | 17,56    | 17,78    | 18,00    |                  |
| GL Veränderung                      | 1,3%        | 1,3%     | 1,3%        | 1,3%     | 1,3%     | 1,3%     | 1,3%     | 1,3%     | 1,0%             |
| GL zu operativen Anlagevermögen     | 3,42        | 3,54     | 3,65        | 3,76     | 3,84     | 3,91     | 3,98     | 4,04     |                  |
| EBITDA                              | 2,12        | 2,12     | 2,11        | 2,14     | 2,17     | 2,20     | 2,22     | 2,25     |                  |
| EBITDA-Marge                        | 12,9%       | 12,7%    | 12,5%       | 12,5%    | 12,5%    | 12,5%    | 12,5%    | 12,5%    |                  |
| EBITA                               | 0,50        | 0,52     | 0,51        | 0,57     | 0,62     | 0,66     | 0,70     | 0,74     |                  |
| EBITA-Marge                         | 3,0%        | 3,1%     | 3,0%        | 3,3%     | 3,6%     | 3,8%     | 3,9%     | 4,1%     | 4,1%             |
| Steuern auf EBITA                   | -0,18       | -0,18    | -0,17       | -0,19    | -0,21    | -0,22    | -0,23    | -0,24    |                  |
| zu EBITA                            | 35,4%       | 34,6%    | 33,0%       | 33,0%    | 33,0%    | 33,0%    | 33,0%    | 33,0%    | 33,0%            |
| EBI (NOPLAT)                        | 0,32        | 0,34     | 0,34        | 0,38     | 0,42     | 0,45     | 0,47     | 0,49     |                  |
| Kapitalrendite                      | 5,1%        | 5,6%     | 5,8%        | 6,6%     | 7,2%     | 7,7%     | 8,2%     | 8,6%     | 8,6%             |
| Working Capital (WC)                | 1,25        | 1,19     | 1,20        | 1,22     | 1,23     | 1,25     | 1,27     | 1,28     |                  |
| WC zur Gesamtleistung               | 7,6%        | 7,1%     | 7,1%        | 7,1%     | 7,1%     | 7,1%     | 7,1%     | 7,1%     |                  |
| Investitionen in WC                 | 0,04        | 0,06     | -0,01       | -0,02    | -0,02    | -0,02    | -0,02    | -0,02    |                  |
| Operatives Anlagevermögen (OAV)     | 4,83        | 4,73     | 4,63        | 4,56     | 4,52     | 4,49     | 4,47     | 4,46     |                  |
| AFA auf OAV                         | -1,63       | -1,60    | -1,60       | -1,57    | -1,54    | -1,53    | -1,52    | -1,51    |                  |
| AFA zu OAV                          | 33,7%       | 33,9%    | 33,9%       | 33,9%    | 33,9%    | 33,9%    | 33,9%    | 33,9%    |                  |
| Investitionen in OAV                | -1,50       | -1,50    | -1,50       | -1,50    | -1,50    | -1,50    | -1,50    | -1,50    |                  |
| Investiertes Kapital                | 6,08        | 5,92     | 5,83        | 5,78     | 5,75     | 5,74     | 5,74     | 5,74     |                  |
| EBITDA                              | 2,12        | 2,12     | 2,11        | 2,14     | 2,17     | 2,20     | 2,22     | 2,25     |                  |
| Steuern auf EBITA                   | -0,18       | -0,18    | -0,17       | -0,19    | -0,21    | -0,22    | -0,23    | -0,24    |                  |
| Investitionen gesamt                | -1,46       | -1,44    | -1,52       | -1,51    | -1,52    | -1,52    | -1,52    | -1,52    |                  |
| Investitionen in OAV                | -1,50       | -1,50    | -1,50       | -1,50    | -1,50    | -1,50    | -1,50    | -1,50    |                  |
| Investitionen in WC                 | 0,04        | 0,06     | -0,01       | -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                     | 0,48        | 0,50     | 0,43        | 0,44     | 0,44     | 0,46     | 0,47     | 0,49     | 6,81             |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 6,58        | 6,57     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert expliziter FCFs             | 2,45        | 2,13     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert des Continuing Value        | 4,13        | 4,44     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Nettoschulden (Net debt)            | -4,74       | -5,02    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Wert des Eigenkapitals              | 11,32       | 11,59    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Fremde Gewinnanteile                | 0,00        | 0,00     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Wert des Aktienkapitals             | 11,32       | 11,59    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Ausstehende Aktien in Mio.          | 3,100       | 3,100    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Fairer Wert der Aktie in EUR        | <b>3,65</b> | 3,74     |             |          |          |          |          |          |                  |

### Kapitalkostenermittlung :

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| risikolose Rendite | 2,0%        |
| Marktrisikoprämie  | 5,5%        |
| Beta               | 0,98        |
| Eigenkapitalkosten | 7,4%        |
| Zielgewichtung     | 100,0%      |
| Fremdkapitalkosten | 5,5%        |
| Zielgewichtung     | 0,0%        |
| Taxshield          | 25,0%       |
| <b>WACC</b>        | <b>7,4%</b> |

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

| WACC           | Fairer Wert je Aktie in EUR |      |             |      |      |
|----------------|-----------------------------|------|-------------|------|------|
|                | 6,8%                        | 7,1% | 7,4%        | 7,7% | 8,0% |
| Kapitalrendite | 3,75                        | 3,65 | 3,56        | 3,49 | 3,41 |
| 8,1%           | 3,75                        | 3,65 | 3,56        | 3,49 | 3,41 |
| 8,3%           | 3,80                        | 3,70 | 3,61        | 3,53 | 3,45 |
| 8,6%           | 3,85                        | 3,75 | <b>3,65</b> | 3,57 | 3,49 |
| 8,8%           | 3,90                        | 3,79 | 3,70        | 3,61 | 3,53 |
| 9,1%           | 3,95                        | 3,84 | 3,74        | 3,65 | 3,57 |



## Fazit

Umsatzsteigerung gegen den Markttrend - deutliche EBIT-Steigerung in 2013 erwartet - Aktie notiert 30 % unter Buchwert - Kursziel 3,65 € und Rating KAUFEN

Das GJ 2012 ist für die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG insgesamt zufriedenstellend verlaufen. Bereinigt um einen Sondereffekt im Vorjahr konnte die abgesetzte Getränkemeenge um 6 Tausend Hektoliter (thl) auf 208 thl gesteigert werden. Angesichts einer rückläufigen Entwicklung auf dem gesamtdeutschen Biermarkt ist diese Absatzsteigerung um rund 1 % als erfreulich einzuschätzen.

Deutlicher konnten noch die Umsatzerlöse verbessert werden. Vor dem Hintergrund von Preiserhöhungen, die auf dem Markt durchgesetzt werden konnten, legten diese um 1,3 % auf 16,30 Mio. € zu. Vor allem die Entwicklung bei den Gastronomieumsätzen sowie den Exportumsätzen war dabei sehr erfreulich.

Ergebnisseitig war das GJ 2012 von steigenden Rohstoffpreisen, insbesondere für die Herstellung von alkoholfreien Getränken, geprägt. Dies ging mit einer sinkenden Rohertragsmarge auf 65,0 % einher. Jedoch konnte das Unternehmen vor allem bei den Fixkosten weitere Verbesserungen herbeiführen, so dass das EBITDA mit 2,09 Mio. € sogar über dem Vorjahr lag (2011: 2,07 Mio. €). Die EBITDA-Marge konnte gleichzeitig mit einem Rückgang um 0,1 Prozentpunkte auf 12,8 % nahezu stabil gehalten werden.

Eine weitere deutliche Verbesserung konnte hingegen auf bilanzieller Ebene herbeigeführt werden. Auf Grund der Rückführung von weitergereichten Bankdarlehen erhöhte sich die Eigenkapitalquote des Unternehmens auf nunmehr 81,4 %. Die Bankverschuldung wurde zudem auf Null reduziert.

Den Ausblick betreffend, gehen wir für das GJ 2013 von einer weiteren Umsatzsteigerung auf nunmehr 16,50 Mio. € aus. Hierbei sollte erneut der Export von Bierspezialitäten eine maßgebliche Rolle spielen. Bei den Ergebnissen rechnen wir zudem mit einer deutlichen Verbesserung im Zuge einer steigenden Rohertragsmarge, bei gleichzeitig anhaltender Kostendisziplin.

So erwarten wir für das GJ 2013 ein EBITDA in Höhe von 2,12 Mio. €. Noch deutlicher sollte zudem der Anstieg des EBIT ausfallen, was auf sinkende Abschreibungen zurückzuführen ist. So gehen wir von einer Steigerung des EBIT um 21,1 % auf dann 0,50 Mio. € aus. Dies entspräche einer EBIT-Marge in Höhe von 3,0 %. Der Jahresüberschuss sollte gleichzeitig mit 0,32 Mio. € erstmalig seit dem Börsengang über der Marke von 0,30 Mio. € liegen. Auch für das GJ 2014 antizipieren wir eine Fortsetzung der guten Ergebnisentwicklung, mit einem EBIT von 0,52 Mio. € bzw. einem Jahresüberschuss in Höhe von 0,34 Mio. €.

**Wenngleich die Bewertung der Aktie der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG mit einem oberflächlichen Blick nur auf das KGV ambitioniert bewertet erscheint, erachten wir das Bewertungsniveau insgesamt als sehr günstig. Denn tiefer betrachtet, ist den branchenüblichen Besonderheiten Rechnung zu tragen, insbesondere den hohen Abschreibungen auf Grund der hohen Kapitalintensität des Geschäftsmodells. Dies führt zwar auf der einen Seite zu niedrigen EBIT-Margen, jedoch erwirtschaftet das Unternehmen gleichzeitig hohe operative Cashflows. So ergibt sich für das GJ 2012 ein KCV von niedrigen 5. Auch ein EV/EBITDA von 2,9 indiziert die günstige Bewertung der Aktie. Nicht zuletzt notiert die Aktie rund 30 % unterhalb ihres Buchwertes. Angesichts der niedrigen Bewertung, der anhaltenden Profitabilität, steigenden Umsatzerlösen und der Dividendenkontinuität erachten wir das Unternehmen auf dem aktuellen Kursniveau für deutlich unterbewertet. Unser bisheriges Kursziel von 3,65 € sowie das bestehende Rating KAUFEN bestätigen wir vor diesem Hintergrund.**



## 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 Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>**

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

**<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>**

**§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

**§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

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

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen 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/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §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 Interessenskonflikte 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)