



Researchstudie (Update)



Heißer Sommer sollte Absatz im 2. HJ 2013 beleben

-

**Anhaltend hohes Rentabilitätsniveau
in schwierigem Marktumfeld bestätigt**

Rating: KAUFEN

Fairer Wert: 3,65 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG ^{*5}

Rating: KAUFEN

Kursziel: 3,65

Aktueller Kurs: 2,25

5.8.2013 / MCH

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 6,98

Enterprise Value³: 5,84

³ 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

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

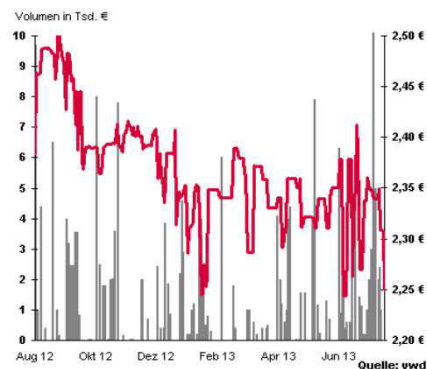
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 82

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 Herrnbräu Italia 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	0,35	0,36	0,35	0,35
EV/EBITDA	2,71	2,79	2,75	2,75
EV/EBIT	11,98	14,30	11,76	11,22
KGV	23,48	27,68	21,80	20,51
KBV		0,65		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

17.07.2013: RG / 3,65 / KAUFEN

16.04.2013: RS / 3,65 / KAUFEN

12.02.2013: RG / 3,65 / KAUFEN

05.11.2012: RG / 3,65 / KAUFEN

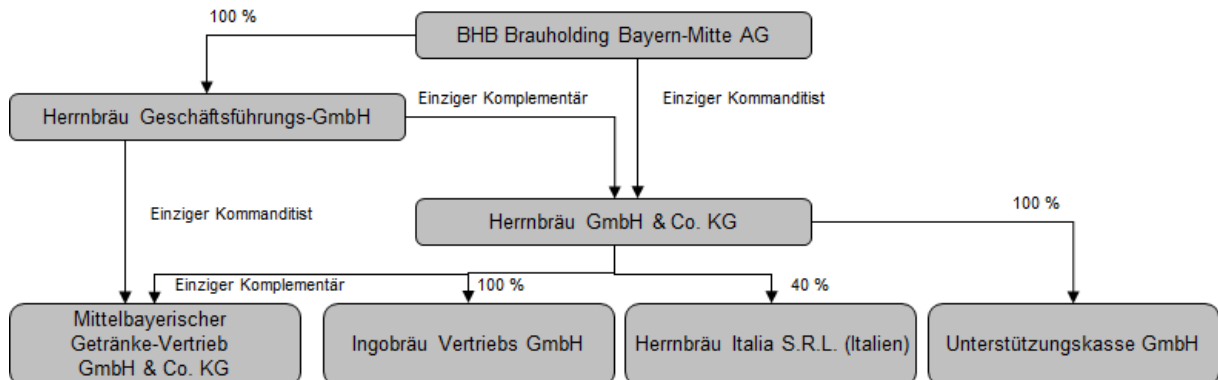
29.10.2012: RS / 3,65 / KAUFEN

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 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

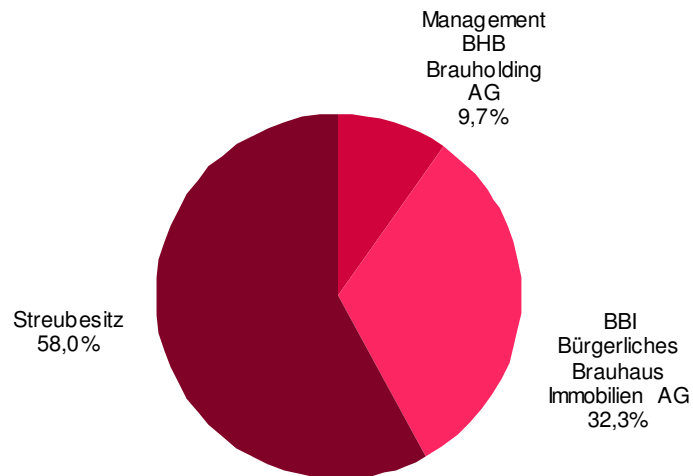
Unternehmensstruktur



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur (30.06.2013)



Quelle: BHB Brauholding AG

Markenportfolio



Quelle: BHB Brauholding AG

Geschäftsentwicklung 1. HJ 2013 - hohes Rentabilitätsniveau bestätigt

In Mio. €	1. HJ 2012	1. HJ 2013	Delta 2012/2013
Umsatzerlöse	7,97	7,88	-1,2 %
EBITDA (Marge)	1,01 (12,7 %)	0,98 (12,4 %)	-3,6 % (-0,3 Pp.)
EBIT (Marge)	0,21 (2,6 %)	0,19 (2,4 %)	-8,1 % (-0,2 Pp.)
Periodenergebnis	0,14	0,14	-0,5 %

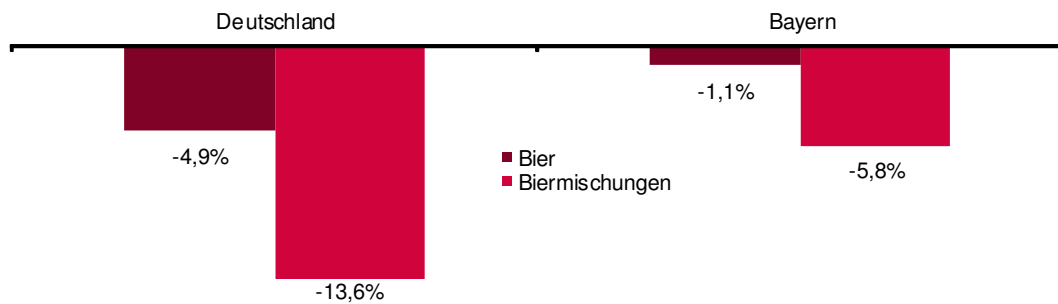
Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Absatz- und Umsatzentwicklung - Wetterlage beeinflusst Bierabsatz

Der deutsche Biermarkt zeigte sich im 1. HJ 2013 stark durch die widrigen Wetterverhältnisse geprägt. Nachdem der Winter sehr lang und kalt war, zeigte sich auch das Frühjahr eher kühl und regnerisch. Dies prägte den Bierabsatz in Deutschland merklich und führte zu deutlichen Einbußen. So war der Absatz von Bier in Deutschland in den ersten sechs Monaten 2013 um 4,9 % rückläufig, was gemessen an den Zahlen der Vorjahre einer hohen Dynamik entspricht. Insbesondere im Q2 2013 war der Rückgang besonders hoch.

In Bayern, dem nach Nordrhein-Westfalen zweitgrößten Biermarkt in Deutschland, zeigte sich die Entwicklung, wie auch schon in den Vorjahren, deutlich moderater, mit einem Rückgang um nur 1,1 %. Angesichts der schwierigen saisonalen Bedingungen ist dies als sehr zufriedenstellend zu werten.

Absatzentwicklung Bier und Biermischungen

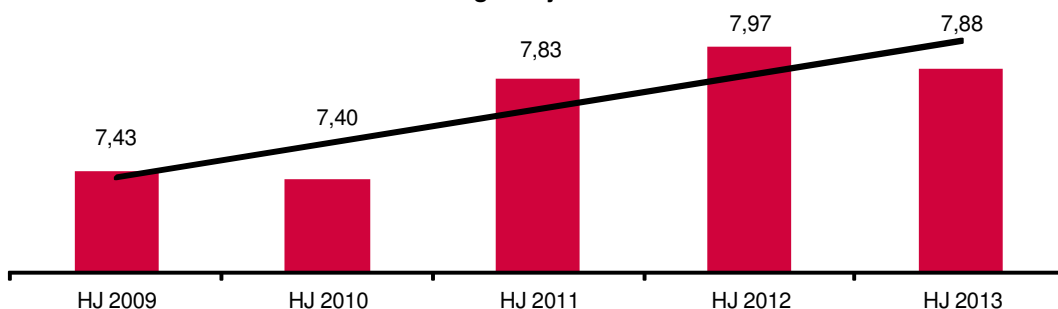


Quelle: Statistisches Bundesamt

Besonders hart vom nasskalten Wetter betroffen waren jedoch die Biermischgetränke. Hier war ein deutschlandweiter Rückgang um sogar 13,6 % zu verzeichnen; in Bayern immerhin um 5,8 %. Nachdem Biermischungen in den Vorjahren stark gewachsen waren, machen die Zahlen für das 1. HJ 2013 deutlich, wie wichtig eine starke Positionierung im traditionellen Biersegment gegenüber dem stark trendabhängigen Segment der Biermischungen ist.

Die BHB Brauholding AG konnte sich den schwachen Rahmenbedingungen nicht entziehen, verzeichnete mit -3,0 % jedoch im Vergleich zum deutschen Gesamtmarkt einen deutlich unterproportionalen Absatzrückgang auf 102 Tsd. Hektoliter. Zu dieser erfreulichen Entwicklung trug insbesondere der Absatz von eigenen Bieren im Gastronomiegeschäft bei, welcher sich im 1. HJ 2013 klar positiv entwickelte.

Entwicklung Halbjahresumsätze



Quelle: BHB AG, GBC

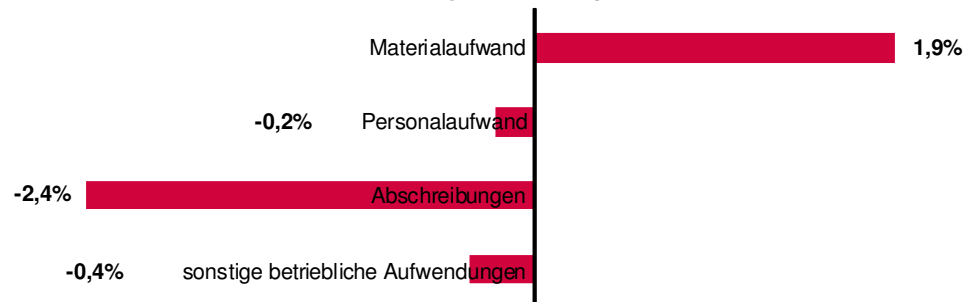
Besser als die Absatzentwicklung war noch die Umsatzentwicklung. Hierbei wirkten sich zum einen die im Vorjahr durchgeführten Preiserhöhungen und zum anderen der erhöhte Gastronomieabsatz von Eigenbieren positiv aus und führten zu einem Umsatzrückgang um nur 1,2 %, was auf Grund der schlechten Wetterbedingungen als sehr gut einzuschätzen ist.

Ergebnisentwicklung - Stabil hohe Rentabilität trotz schwierigem Marktumfeld

Wie schon in den Vorperioden wies die BHB Brauholding AG auch im 1.HJ 2013 eine gute Entwicklung hinsichtlich der Fixkosten auf. So konnten sowohl bei den Personalaufwendungen, als auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, erneut Reduktionen gegenüber der Vorjahresperiode erreicht werden. Diese Kostendisziplin erweist sich als maßgeblicher Garant für die gesteigerten Margenniveaus über die letzten drei Geschäftsjahre hinweg. Nicht zuletzt führte auch das sinkende Abschreibungs niveau, das auf auslaufende Abschreibungspläne zurückzuführen ist, zu einer stabilen Entwicklung der Ergebniskennzahlen.

Die stabilen und leicht sinkenden Fixkosten sind insbesondere deshalb von hoher Bedeutung, da die Einflussnahme auf den größten Kostenblock seitens des Managements nur untergeordnet möglich ist und die Materialaufwendungen daher einen maßgeblichen Einfluss auf die Rentabilität haben. Im 1. HJ 2013 waren die Materialaufwendungen insbesondere durch den Produktmix mit einem erhöhten Anteil an Fremdgetränken und weiterhin hohen Preisen für Rohstoffe wie Verpackungen, Etiketten und Energie entscheidend. Daher war im 1. HJ 2013 eine entsprechende Steigerung der Materialaufwendungen um 1,9 % zu beobachten. Zudem wirken sich die absatzbedingt gegenüber dem Vorjahr geringeren Bestandsveränderungen mindernd auf den Rohertrag aus.

Entwicklung der Kostenpositionen

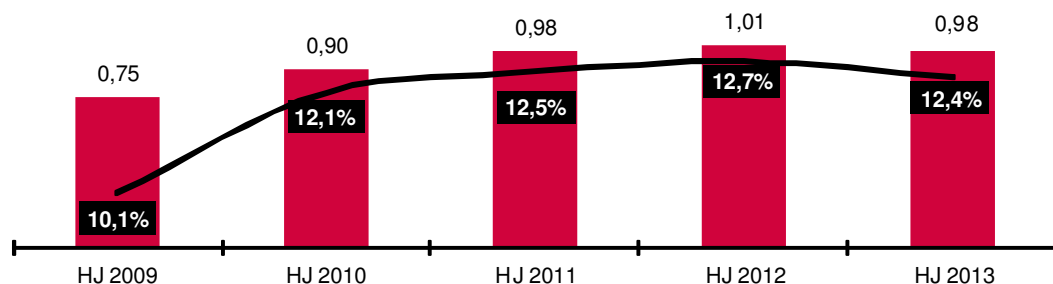


Quelle: BHB AG, GBC

Insgesamt führten die leicht gesunkenen Umsatzerlöse sowie die anhaltend hohen Rohstoffpreise auf der einen Seite und die strikte Fixkostendisziplin auf der anderen Seite zu einer stabilen Ergebnisentwicklung. So lag das EBITDA mit 0,98 Mio. € nur geringfügig unterhalb dem Vorjahresniveau. Die EBITDA-Marge bestätigte mit 12,4 % zudem, dass das gesteigerte Rentabilitätsniveau der Vorjahre als nachhaltig einzuschätzen ist, auch unter schwierigen Marktbedingungen.

Das Periodenergebnis lag mit 0,14 Mio. € sogar auf Vorjahresniveau. Auf Grund der vollständig zurückgeführten Bankverbindlichkeiten fielen nunmehr kaum mehr Zinsaufwendungen an, was die Rentabilität der BHB Brauholding AG auf der Nettoebene weiter stärkte.

EBITDA- und EBITDA-Margen



Quelle: BHB AG, GBC

Prognose und Modellannahmen - Prognosen für 2013 und 2014 bestätigt

In Mio. €	2012	2013e	2014e
Umsatz	16,30	16,50	16,71
EBITDA (Marge)	2,09 (12,8 %)	2,12 (12,9 %)	2,12 (12,7 %)
EBIT (Marge)	0,41 (2,5 %)	0,50 (3,0 %)	0,52 (3,1 %)
Konzernergebnis	0,25	0,32	0,34

Quelle: Berechnungen GBC

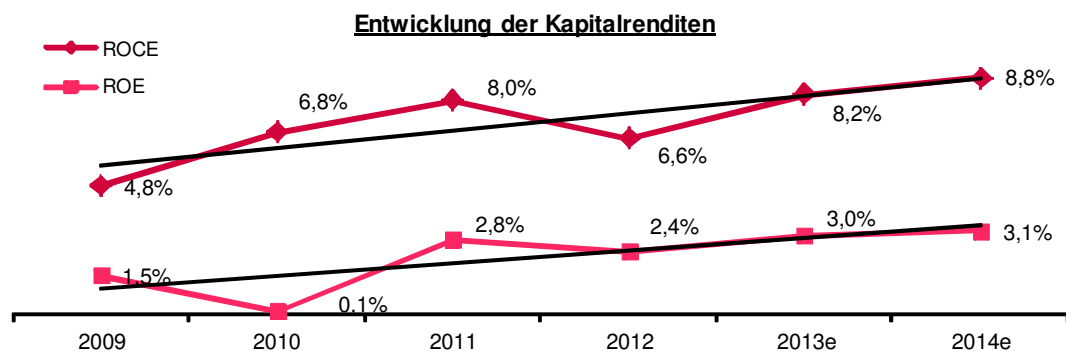
Umsatz- und Ergebnisprognosen - weiter steigende Wertschöpfung erwartet

Unsere bisherige Umsatzerwartung von 16,50 Mio. € für das GJ 2013 bestätigen wir, obwohl das 1. HJ 2013 etwas schwächer verlief. Jedoch ist zu berücksichtigen, dass die Umsatzentwicklung der BHB Brauholding AG trotz der schwachen Wetterbedingungen nur minimal rückläufig war, was ein klares Anzeichen für die gute Positionierung des Unternehmens ist.

Zudem erwarten wir, dass das 2. HJ 2013 deutlich besser verlaufen wird als das 1. HJ 2013. Hintergrund dessen ist insbesondere ein gewisser Aufholeffekt, der zu erwarten ist. So erklärte der Bundesverband des Deutschen Getränkegroßhandels jüngst, dass der Getränkeabsatz im Juli auf Grund der Hitzewelle zweistellige Zuwachsraten zu verzeichnen hatte. Diese Aussage bezieht sich zwar auf den gesamten Getränkemarkt, jedoch ist auch für den Bierabsatz entsprechend von starken Zuwächsen auszugehen, was nach dem schwachen 1. HJ 2013 auf Gesamtjahressicht zu ausgleichenden Effekten führen sollte.

Insgesamt erwarten wir daher, dass die Menge an abgesetzten Getränken zum Jahresende über dem Vorjahreswert von 208 Tausend Hektolitern liegen wird. In Kombination mit den im Vorjahr angehobenen Verkaufspreisen sollte eine Umsatzsteigerung auf 16,50 Mio. €, was einer Steigerung um 1,3 % gegenüber 2012 entspricht, gut realisierbar sein. Nicht in unseren Prognosen berücksichtigt sind weitere Übernahmen oder Kooperationen. Das Management der BHB Brauholding AG sieht das anorganische Wachstum als einen Teil der Unternehmensstrategie und forciert diesen Aspekt seit dem Börsengang.

Zudem gehen wir davon aus, dass das hohe Rentabilitätsniveau gehalten werden kann. Vielmehr ist davon auszugehen, dass auf Grund der hohen Fixkostendisziplin eine weitere Margensteigerung zu erwarten ist, sobald sich auf der Rohstoffseite Entspannungstendenzen zeigen oder Preiserhöhungen am Markt durchgesetzt werden können. Daher geht das Management der BHB Brauholding AG auch unverändert davon aus, ein EBIT mehr als 0,50 Mio. € erreichen zu können. Konservativ rechnen wir unverändert mit einem EBIT von 0,50 Mio. €, was gleichzeitig einer merklichen Rentabilitätsverbesserung entspricht. Die EBIT-Marge verbessert sich gemäß unseren Prognosen von 2,5 % auf 3,0 %. Auf Grund der deutlich niedrigeren Finanzaufwendungen, nachdem die Bankverschuldung vollständig zurückgeführt wurde, sollte im GJ 2013 ein Jahresüberschuss von 0,32 Mio. € resultieren, der damit auf dem höchsten Niveau seit dem Börsengang liegen sollte.



Quelle: Berechnungen GBC

Die zu erwartenden Rentabilitätsimpulse im 2. HJ 2013 sollten sich auch positiv auf die Kapitalrenditen auswirken. Wir erwarten nach wie vor eine Verbesserung der Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) auf 8,2 % und eine weitere Steigerung auf 8,8 % im GJ 2014. Die Wertschöpfung der BHB Brauholding AG ist damit mit steigender Tendenz positiv.

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 in Mio. EUR	estimate		consistency						final 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 zu EBITA	-0,18	-0,18	-0,17	-0,19	-0,21	-0,22	-0,23	-0,24	
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	3,65	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%
WACC	7,4%

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	3,65	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

Überproportionale Umsatzentwicklung im Vergleich zum Gesamtmarkt - hohes Rentabilitätsniveau bestätigt - unverändertes Kursziel von 3,65 € - KAUFEN

Zwar beeinflusste das schlechte Wetter die Absatzentwicklung der BHB Brauholding AG im 1. HJ 2013 und führte zu einem Rückgang des Getränkeabsatzes um 3,0 %. Dennoch war der Absatzrückgang der BHB Brauholding AG im Vergleich zum Gesamtmarkt zum einen geringer und zum anderen konnten diese zu Teilen durch Preissteigerungen ausgeglichen werden, so dass der Umsatzrückgang mit 1,2 % nochmals deutlich gemäßiger ausfiel.

Wir erwarten darüber hinaus, dass das 2. HJ 2013 deutlich besser verlaufen wird als das 1. HJ 2013. Nachdem das 1. HJ 2013 von schlechtem Wetter geprägt war, kletterten die Absatzzahlen für Getränke im Juli auf Grund der Hitzewelle in die Höhe. Gemäß dem Bundesverband des Deutschen Getränkegroßhandels sind im Juli zweistellige Zuwachsraten zu verzeichnen gewesen. Auf Gesamtjahressicht erwarten wir daher eine Absatzsteigerung bei der BHB Brauholding AG gegenüber dem Vorjahr.

Unabhängig von den verbesserten Aussichten auf das 2. HJ 2013 erwirtschaftet die BHB Brauholding AG bereits jetzt klar positive Kapitalrenditen und kann diese sogar weiter steigern. Für das GJ 2013 erwarten wir eine Rendite auf das eingesetzte Kapital in Höhe von 8,2 %. Dies impliziert nicht nur eine positive Wertschöpfung, sondern ist im Branchenvergleich ein sehr starker Wert. Umgekehrt impliziert dies, dass die Diskrepanz zwischen dem inneren Wert des Unternehmens und der Börsenbewertung wächst.

Dies drückt sich auch in steigenden Ergebnissen und Ergebnismargen aus. So erwarten wir, dass das EBIT im GJ 2013 auf 0,50 Mio. € verbessert werden kann, was einer EBIT-Marge von 3,0 % entspricht. Auf Ebene des Nettoergebnisses sollte damit erstmals die Marke von 0,30 Mio. € überschritten und ein Wert von 0,32 Mio. € erzielt werden können.

Dabei ist die sehr starke bilanzielle Situation des Unternehmens ebenfalls vorbildlich. Die BHB Brauholding AG führte jüngst sämtliche Bankkredite zurück und ist nunmehr unverschuldet. Die Eigenkapitalquote beträgt damit nun 77,8 %. Diese hohe Finanzkraft bietet dem Unternehmen die größtmögliche Flexibilität, zum Beispiel für weitere Übernahmen, um das anorganische Wachstum voranzutreiben.

Nicht zuletzt erwirtschaftet die BHB Brauholding AG sehr hohe operative Cashflows. Für das GJ 2013 erwarten wir einen Wert von nahezu 2,0 Mio. €. Auf Grund des anlagenintensiven Geschäfts und den damit verbundenen Abschreibungen schlägt sich diese Ertragsstärke zwar nicht vollständig in der Gewinn- und Verlustrechnung nieder. Auslaufende Abschreibungspläne werden sich aber in den kommenden Perioden positiv auf die Abschreibungshöhe auswirken, wie bereits im 1. HJ 2013 deutlich geworden ist.

Die Gesamtheit der Faktoren ermöglicht es der BHB Brauholding AG stabile Dividendenzahlungen vorzunehmen. Für das GJ 2013 rechnen wir zudem mit einer Erhöhung der Dividende von 6 Cent auf 7 Cent, was auf aktuellem Kursniveau einer Dividendenrendite von 3,0 % entspricht.

Insgesamt schätzen wir die BHB Brauholding AG unverändert als attraktives Investment ein. Die Rentabilität und finanzielle Stabilität des Unternehmens ist im Branchenvergleich außerordentlich hoch. Das Risiko des operativen Geschäfts ist zudem als vergleichsweise niedrig einzustufen und erwirtschaftet hohe operative Cashflows. Die Bewertung der Aktie mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,66 halten wir daher für zu niedrig. Der von uns ermittelte faire Wert beträgt unverändert 3,65 € und spiegelt ein Aufwärtspotenzial für die Aktie von fast 60 % wider. Das Rating lautet daher ebenfalls unverändert KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder 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/Offenlegung.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 $\leq - 10 \%$.

§ 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 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 verantwortliche Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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