



## Researchstudie (IPO)



**Solider Dividendenwert zum attraktiven Preis +++  
Substanz- und cashflowstarkes Brauereiunternehmen aus  
Bayern geht an die Börse**

**Fairer Wert: 3,65 €**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

---

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

**Fairer Wert: 3,65 €**

Zeichungskurs: 2,80 €

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A1CRQD6

WKN: A1CRQD

Börsenkürzel: B9B

Aktienanzahl: 3,100

 Marketcap<sup>3</sup>: 8,68

 Enterprise Value<sup>3</sup>: 3,45

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

Freefloat Pre-IPO: 0,0 %

Freefloat Post-IPO: 51,6 %

Transparenzlevel:

Freiverkehr

Marktsegment:

m:access

Rechnungslegung:

HGB

Geschäftsjahr: 31.12

**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 18

**Unternehmensprofil**

Branche: Nahrungs- und Genussmittel

Fokus: Bier, alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 82 Stand: 31.12.2009

Firmensitz: Ingolstadt

 Vorstand: Franz Katzenbogen,  
Gerhard Bonschab

**Kurzgeschichte**

 1882: Gründung der Aktienbrauerei Bürgerliches  
Brauhaus Ingolstadt

 2003: Ausgliederung des Brauereigeschäfts in  
die Herrnbräu GmbH & Co. KG

 November 2009: Gründung der  
BHB Brauholding Bayern-Mitte AG, Einbringung  
der Herrnbräu GmbH & Co. KG durch die BBI  
Immobilien AG per Sachgründung

Die geschäftlichen Aktivitäten der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (im Folgenden BHB Brauholding AG) erstrecken sich derzeit auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH & Co. KG, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH & Co. KG liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere in Bayern bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH & Co. KG bietet eine breite Produktpalette von Bieren und alkoholfreien Getränken (unter der Marke „Bernadett Brunnen“) an. Zur Komplettierung ihres Produktangebotes vertreibt sie zudem Getränke anderer Hersteller. Auch wenn die Herrnbräu GmbH & Co. KG ihre Getränke grundsätzlich deutschlandweit vertreibt, ist ihre Geschäftstätigkeit auf die Regionen Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg konzentriert. Über die 40 %ige Beteiligung an der Tre Effe S.R.L. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH & Co. KG zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

**Daten & Prognosen**

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2008* | 31.12.2009* | 31.12.2010e | 31.12.2011e |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz                     | 15,55       | 15,46       | 15,50       | 15,50       |
| EBITDA                     | 1,68        | 1,70        | 1,82**      | 1,87        |
| EBIT                       | 0,22        | 0,21        | 0,35**      | 0,37        |
| Jahresüberschuss           | 0,04        | 0,11        | 0,25**      | 0,35        |

**Kennzahlen in EUR**

|                    |      |      |      |      |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie*** | 0,03 | 0,10 | 0,08 | 0,11 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,11 |

**Kennzahlen**

|                     |        |       |       |       |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz           | 0,22   | 0,22  | 0,22  | 0,22  |
| EV/EBITDA           | 2,05   | 2,03  | 1,90  | 1,84  |
| EV/EBIT             | 15,68  | 16,43 | 9,86  | 9,32  |
| KGV                 | 217,00 | 78,91 | 34,72 | 24,80 |
| Kurs-FCF-Verhältnis | neg.   | 12,36 | 11,57 | 9,64  |
| KBV                 |        | 0,84  |       |       |

\* In den Jahren 2008 und 2009 wurde das operative Geschäft ausschließlich durch die Herrnbräu GmbH & Co. KG erbracht

\*\* bereinigt um erwartete IPO-Kosten in Höhe von 0,20 Mio. €

\*\*\*Die Jahre 2008 und 2009 beziehen sich auf eine Aktienanzahl von 1,100 Mio. Stück

**Finanztermine:**
**\*\*letztes Research von GBC:**
**Datum: Ereignis**

28.06.2010: Beginn der Zeichungsfrist

05.07.2010: Ende der Zeichungsfrist

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

-

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 |

## Markt und Marktumfeld

|                            |   |
|----------------------------|---|
| Markt und Marktumfeld..... | 5 |
|----------------------------|---|

## Unternehmensentwicklung & Prognose

|   |    |
|---|----|
| Geschäftsentwicklung.....                         | 6  |
| Umsatzentwicklung.....                            | 6  |
| Ergebnisentwicklung und Ergebnisqualität.....     | 7  |
| SWOT-Analyse BHB Brauholding Bayern-Mitte AG..... | 8  |
| Prognose und Modellannahmen.....                  | 9  |
| Umsatzprognosen.....                              | 9  |
| Ergebnisprognosen.....                            | 10 |

## Bewertung/Fazit

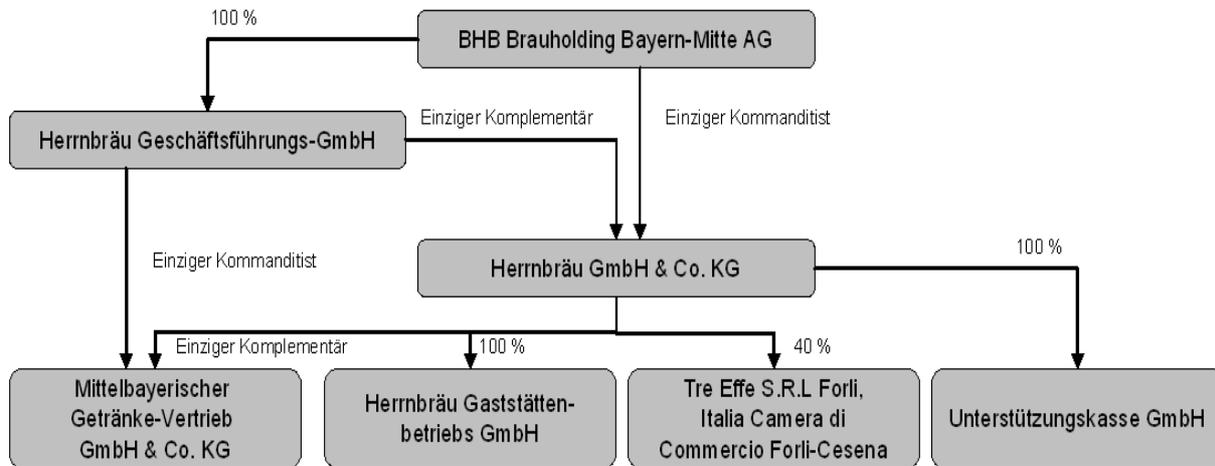
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| DCF-Bewertung.....                 | 12 |
| Modellannahmen.....                | 12 |
| Bestimmung der Kapitalkosten ..... | 12 |
| Modellergebnis.....                | 12 |
| Discounted Cashflow-Modell.....    | 13 |
| Peer-Group-Bewertung.....          | 14 |
| Fazit .....                        | 15 |

## Anhang

|  |    |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss .....                            | 16 |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte<br>nach §34 b WpHG..... | 18 |

## Unternehmen

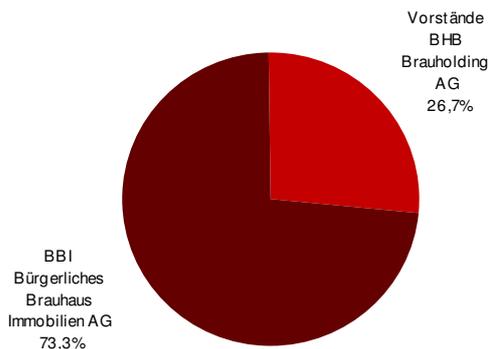
### Unternehmensstruktur



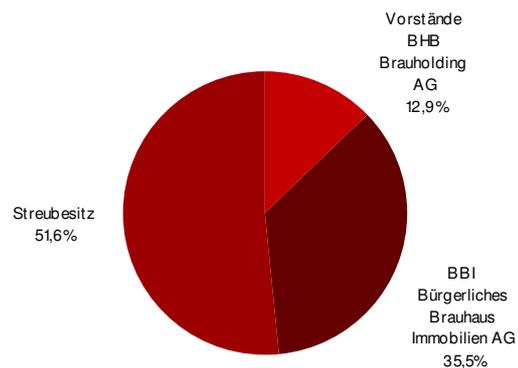
Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

### Aktionärsstruktur und öffentliches Angebot

#### Aktionärsstruktur (Pre-IPO)



#### Aktionärsstruktur (Post-IPO)



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC; Aktionärsstruktur Post-IPO bei vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

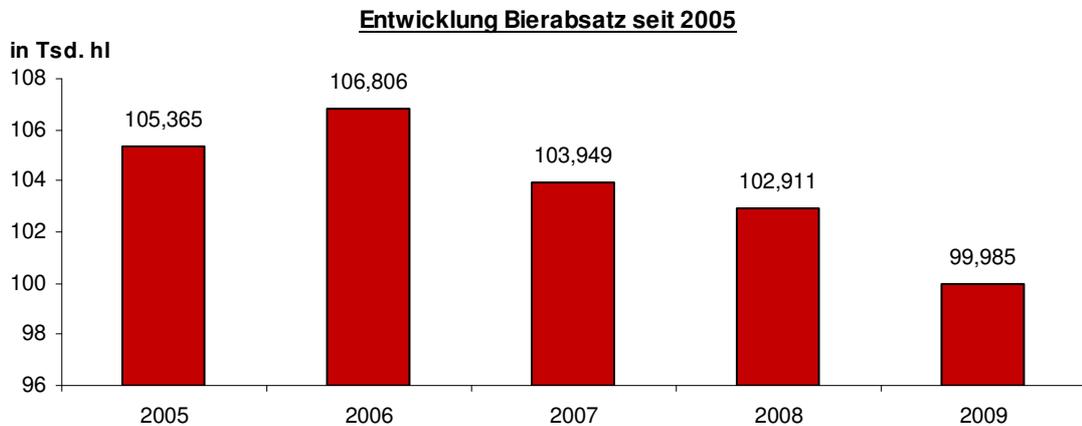
#### Eckdaten zum Börsengang:

|   |                         |
|---|-------------------------|
| Grundkapital vor Kapitalerhöhung          | 1.500.000 €             |
| Aktienanzahl vor Kapitalerhöhung          | 1.500.000 Stück         |
| Anzahl der Aktien aus der Kapitalerhöhung | 1.600.000 Stück         |
| Grundkapital nach Kapitalerhöhung         | 3.100.000 €             |
| Aktienanzahl nach Kapitalerhöhung         | 3.100.000 Stück         |
| Emissionspreis                            | 2,80 €                  |
| Emissionsvolumen                          | 4.480.000 €             |
| Eigenkapital vor Kapitalerhöhung          | 5.644.800 €             |
| Eigenkapital nach Kapitalerhöhung         | 10.124.800 €            |
| Zeichnungsfrist                           | 28.06.2010 - 05.07.2010 |
| Mindestzeichnungsmenge                    | 200 Stück               |
| Dividendenberechtigung                    | ab 01.01.2010           |

Quelle: BHB Brauholding AG; Angaben nach Kapitalerhöhung bei vollständiger Platzierung der Kapitalerhöhung

## Markt und Marktumfeld

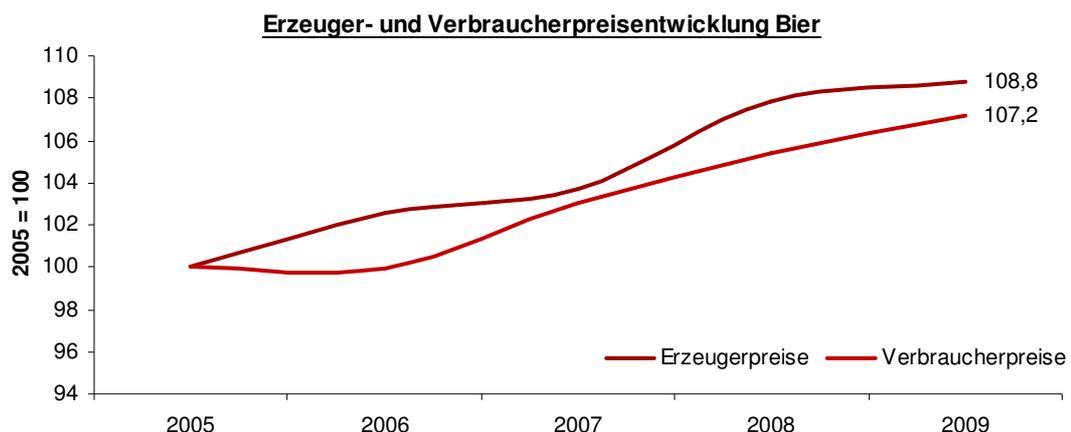
Ein vorläufiges Absatzhoch fand der deutsche Biermarkt im Zuge der Wiedervereinigung und des wirtschaftlichen Aufschwungs im Jahr 1992, als 120,2 Mio. Hektoliter (hl) abgesetzt wurden. Seitdem ist der Absatz kontinuierlich gesunken und markierte im Jahr 2009 mit einem Rückgang um 2,8 % sogar ein Niveau von unter 100 Mio. hl.



Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 15.06.2010

Die Gründe des abflachenden Bierabsatzes sind differenziert. Zum Einen spielen demografische Entwicklungen eine Rolle, mit einer abnehmenden Zahl der jungen Bevölkerung, welche im Regelfall mehr Bier konsumiert, als ältere Mitbürger. Zum Anderen haben rechtliche Regulierungen in den vergangenen Jahren zu einer Beschleunigung des Absatzrückgangs geführt. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang das Rauchverbot, die Herabsetzung der Promillegrenze im Straßenverkehr sowie Werbebeschränkungen. Im Vergleich zur gesamtdeutschen Entwicklung ist der Bierabsatz im Bundesland Bayern vergleichsweise stabil geblieben. Während deutschlandweit seit dem Jahr 2005 ein Absatzrückgang um 5,1 % zu verzeichnen war, fiel der Rückgang in Bayern mit 1,9 % moderat aus.

Neben den sinkenden Verkaufsmengen sieht sich der Biermarkt in Deutschland mit einem weiteren Faktor konfrontiert. Während die Erzeugerpreise seit dem Jahr 2005 um 8,8 % zulegten, kletterten die Verkaufspreise von Bier nur unterproportional um 7,2 %. Entsprechend herrscht ein bereits seit mehreren Jahren anhaltender Margendruck in der Branche.



Quelle: Statistisches Bundesamt, Stand: 15.06.2010

Damit sehen sich alle Brauereien und auch die BHB Brauholding AG voraussichtlich auch weiterhin einem herausforderndem Marktumfeld gegenüber, das es zu meistern gilt. So wird sich auch der Konsolidierungsprozess und Konzentrationsprozess über Unternehmenszusammenschlüsse und Übernahmen in der Branche weiter fortsetzen. BHB Brauholding AG will in diesem Umfeld in Deutschland selbst eine aktive Rolle einnehmen, was u.E. einen wesentlichen Grund für den Börsengang darstellt.

## Unternehmensentwicklung & Prognose

### Geschäftsentwicklung

| In Mio. €        | 2007   | 2008   | 2009   | Delta 2008/2009 |
|------------------|--------|--------|--------|-----------------|
| Umsatzerlöse     | 15,22  | 15,55  | 15,46  | -0,6 %          |
| EBITDA           | 1,67   | 1,68   | 1,70   | +1,2 %          |
| EBITDA-Marge     | 11,0 % | 10,8 % | 11,0 % | -0,2 Pp.        |
| EBIT             | 0,22   | 0,22   | 0,21   | -3,2 %          |
| EBIT-Marge       | 1,4 %  | 1,4 %  | 1,4 %  | +/-0,0 Pp.      |
| Jahresüberschuss | 0,02   | 0,04   | 0,11   | +211,1 %        |

Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

**Hinweis:** Das operative Geschäft wurde in den vergangenen Geschäftsjahren ausschließlich von der Herrnbräu GmbH & Co. KG erbracht. Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG wurde erst im Oktober 2009 gegründet, leistete im Geschäftsjahr 2009 keinen Umsatzbeitrag und verursachte einen nur minimalen Aufwand in Höhe von 0,04 Mio. €. Daher beziehen wir die nachfolgende Betrachtung der historischen Geschäftsentwicklung nur auf die Herrnbräu GmbH & Co. KG. Für das Geschäftsjahr 2010 ist hingegen die konsolidierte Betrachtung der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG maßgeblich.

### Umsatzentwicklung



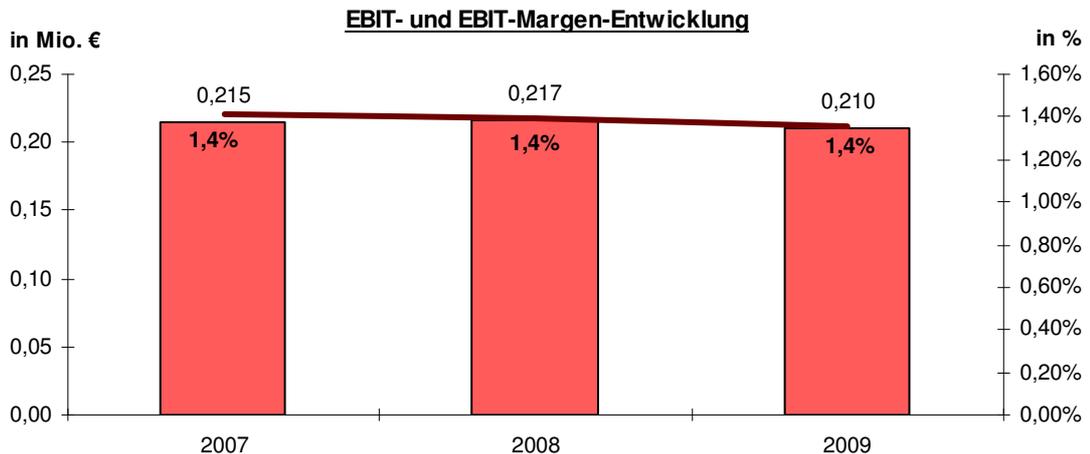
Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Die Absatzentwicklung war in den vergangenen Jahren sowohl deutschlandweit, als auch in Bayern, jeweils rückläufig (siehe auch Markt und Marktumfeld auf Seite 5). Entgegen diesen allgemeinen Markttrend konnte die BHB Brauholding AG zuletzt den Absatz des Kernproduktes Herrnbräu-Bier steigern. Nach einem Zuwachs um 2,1 % in 2008 konnte auch in 2009 eine Steigerung der Absatzmengen um 1,2 % erreicht werden. Entsprechend dieser guten Entwicklung kletterte auch der Umsatzanteil des Eigenbiers von 55,7 % in 2006 auf nunmehr 59,0 % in 2009. Diese erfreuliche Entwicklung ist vor allem auf das Exportgeschäft zurückzuführen. Im Geschäftsjahr 2009 verbesserte sich der Exportumsatz um 19,0 % gegenüber dem Vorjahr. Zielland ist dabei nahezu ausschließlich Italien. Der Exportanteil von Herrnbräu-Bier am Gesamtabsatz betrug damit zuletzt bereits 8,3 % und sogar 14,0 % des gesamten Eigenbierabsatzes.

Der verstärkte Absatz von Eigenbier ist ein maßgeblicher Grund für die starke Umsatzstabilität in den vergangenen Geschäftsjahren. Damit erreichte das Unternehmen trotz der schwachen Entwicklung des Marktumfeldes eine Steigerung der Umsatzerlöse von 15,22 Mio. € im GJ 2007 auf 15,55 Mio. € im GJ 2008 sowie eine stabile Umsatzentwicklung im GJ 2009. Der leichte Rückgang der Umsatzerlöse im GJ 2009 ist vor allem auf den Umsatzrückgang bei eigenproduzierten alkoholfreien Getränken um 5,0 % zurückzuführen. Der Rückgang wurde auf Grund eines turnusmäßig wechselnden Liefervertrages mit einem Großkunden verzeichnet. Nicht zuletzt konnte in den vergangenen Geschäftsjahren auch der Beitrag aus Miet- und Pachtverträgen erhöht werden, der im Zuge der Vermietung und Verpachtung von angepachteten Objekten erzielt wird.

## Ergebnisentwicklung und Ergebnisqualität

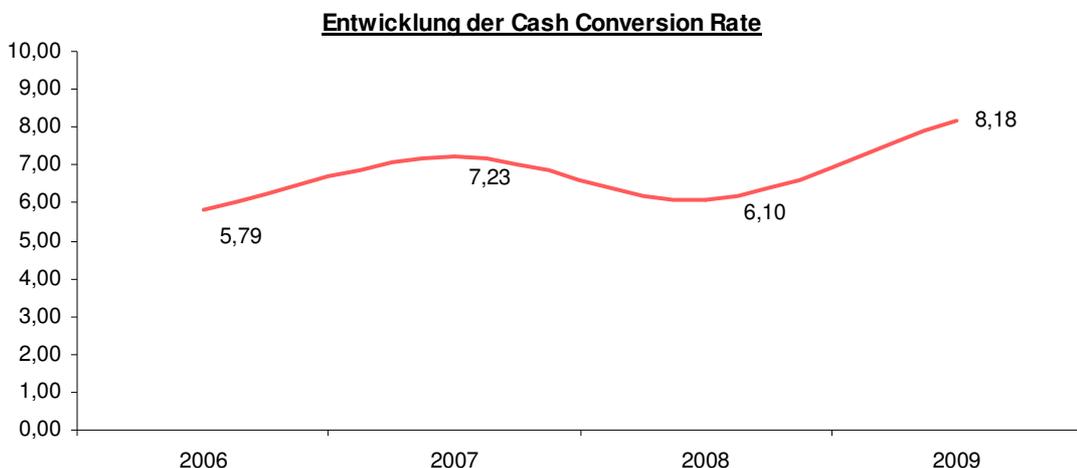
Entsprechend den Umsatzerlösen konnte die BHB Brauholding AG auch die Ergebnissituation in den vergangenen Jahren stabil halten. Den sinkenden Absatzmengen wurde insbesondere mit Kostensenkungen begegnet. So konnte im Geschäftsjahr 2009 der Personalaufwand um 2,1 % auf 4,46 Mio. € gesenkt werden, was mit einer Reduktion des Mitarbeiterbestandes von 87 auf 82 Personen einherging. Auch eine Entspannung auf dem Beschaffungsmarkt machte sich bemerkbar. Nachdem in den Vorjahren steigende Preise für die wichtigsten Einsatzstoffe Malz, Hopfen und Energie zu verzeichnen waren, konnten in 2009 leicht rückläufige Preise registriert werden.



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

Insgesamt konnte das EBITDA trotz des leichten Umsatzrückgangs um 1,2 % auf 1,70 Mio. € gesteigert werden. Auf Grund der verstärkten Investitionstätigkeit in den Jahren 2007 bis 2009 lagen die Abschreibungen mit 1,49 Mio. € leicht über dem Vorjahresniveau. Daher war auf EBIT-Basis ein minimaler Rückgang um 7 Tsd. € zu verbuchen. Dennoch konnte die EBIT-Marge von 1,4 % stabil und auf dem Niveau der Vorjahre gehalten werden. Auch auf Jahresüberschussbasis arbeitete das Unternehmen in den vergangenen Jahren stets profitabel. Zuletzt lag der Jahresüberschuss im GJ 2009 bei 0,11 Mio. €.

Bemerkenswert sind zudem die starken operativen Cashflows des Unternehmens in den vergangenen Jahren. Das Verhältnis von operativem Cashflow zum EBIT (Cash Conversion Rate) bewegte sich zuletzt stets in sehr hohen Relationen zwischen 5,79 und 8,18. Die Cash Conversion Rate ist dabei Ausdruck der Fähigkeit des Unternehmens Ergebnis in tatsächlichen Cashflow zu wandeln und gibt Aufschluss über die Ergebnisqualität. Die hohen Relationen bei BHB Brauholding AG sind damit ein Indiz für eine sehr hohe Ergebnisqualität, die über mehrere Jahre kontinuierlich gehalten und bestätigt werden konnte.



Quelle: BHB Brauholding AG, GBC

## SWOT - ANALYSE BHB Brauholding Bayern-Mitte AG

### Stärken

- Stabile Umsatz- und Ergebnissituation in den vergangenen Geschäftsjahren.
- Solide Eigenkapitalausstattung mit einer Eigenkapitalquote von 47,5 % (vor IPO).
- Gleichgerichtete Interessen des Vorstandes durch maßgebliche Beteiligung am Unternehmen.
- Starke Cashflows und hohe Ergebnisqualität.
- Hohe regionale Markenbekanntheit der Kernmarke „Herrnbräu“.

### Schwächen

- Abhängigkeit von wenigen Lieferanten im Bereich der Rohstoffe/Vorprodukte.
- Gewisse Abhängigkeit von Großkunden, da 21,4 % der Umsatzerlöse mit den 10 größten Kunden erzielt werden.
- Derzeit überwiegend nur regionaler Absatz der Produkte.
- Weitergabe von Rohstoffpreissteigerungen an Kunden auf Grund des harten Wettbewerbs kaum möglich.

### Chancen

- Der Standort Ingolstadt ist eine der wachstumsstärksten Regionen Bayerns und birgt damit weiteres positives Entwicklungspotenzial.
- Die italienische Tochtergesellschaft soll ausgebaut werden, was das Exportgeschäft und damit das Umsatzwachstum weiter beleben könnte.
- BHB Brauholding AG könnte eine aktive Rolle in der Konsolidierungsbewegung im bayerischen und deutschen Brauereimarkt einnehmen und damit anorganisches Wachstum erzeugen.
- Die Konzentration soll zukünftig auf die höhermargigen Eigenprodukte gelegt werden, was die Profitabilität des Unternehmens stärken sollte.

### Risiken

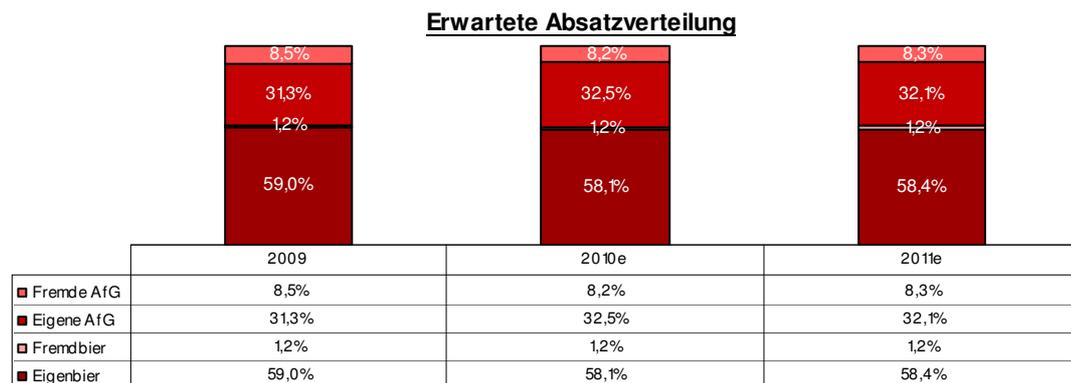
- Der Absatz von Bier ist in den vergangenen Jahren deutschlandweit rückläufig gewesen. Ein Anhalten oder eine Verstärkung dieses Trends könnte zu einem Nachfragerückgang nach den Produkten der BHB Brauholding AG führen.
- Der deutsche Brauereimarkt befindet sich in einem Konsolidierungsprozess. Dies könnte zu Verlusten von Marktanteilen und damit Absatzzrückgängen führen.
- Die Profitabilität der BHB Brauholding AG ist maßgeblich von der Preisentwicklung von Einsatzstoffen wie Hopfen, Malz oder Energie abhängig. Eine Preiszunahme könnte sich entsprechend ergebnismindernd auswirken.
- Eine Verschärfung der Gesetzeslage z.B. in Bezug auf das Rauchverbot, die Promillegrenze oder Werbebeschränkungen könnte den Absatz der BHB Brauholding AG verringern.

## Prognose und Modellannahmen

| In Mio. €       | 2009   | 2010e  | 2011e  |
|-----------------|--------|--------|--------|
| Umsatz          | 15,46  | 15,50  | 15,50  |
| EBITDA          | 1,70   | 1,82*  | 1,87   |
| EBITDA-Marge    | 11,0 % | 11,8 % | 12,0 % |
| EBIT            | 0,21   | 0,35*  | 0,37   |
| EBIT-Marge      | 1,4 %  | 2,2 %  | 2,4 %  |
| Konzernergebnis | 0,11   | 0,25*  | 0,35   |

Quelle: GBC; bereinigt um erwartete IPO-Kosten in Höhe von 0,20 Mio. €

### Umsatzprognosen



Quelle: GBC; AfG = alkoholfreie Getränke

Bei den erwarteten Absatzmengen haben wir sehr konservative Erwartungen zu Grunde gelegt und gehen für das Jahr 2010 lediglich von einem Zuwachs der Absatzmenge um 1,5 % auf 207.600 hl aus. Dabei erwarten wir vor allem einen Zuwachs im Bereich der eigenen alkoholfreien Getränke. Nachdem hier in 2009 ein Rückgang zu verzeichnen war, sollte sich der Absatz nun wieder erhöhen. Die Fluktuation bei den eigenen alkoholfreien Getränken ist auf die Belieferung eines Großkunden zurückzuführen, welche im turnusmäßigen Wechsel durch BHB Brauholding AG und einem dritten Anbieter stattfindet. Bei den weiteren Segmenten gehen wir indes von einer weitestgehend stabilen Absatzentwicklung aus. Dies gilt auch für den Eigenbierabsatz, wobei der dynamisch wachsende Exportabsatz nach Italien einen den Inlandsabsatz kompensierenden Effekt haben sollte.

Aus der konservativen Betrachtungsweise heraus haben wir zudem keine Preissteigerungen im Jahr 2010 angenommen. Durch die erhöhte Absatzmenge sollte jedoch ein leichter Umsatzzuwachs um 0,2 % auf 15,50 Mio. € resultieren. Für das Jahr 2011 gehen wir hingegen davon aus, dass das Umsatzvolumen gegenüber 2010 konstant gehalten werden kann, wenngleich wir von einem leichten Absatzrückgang ausgehen. Der Hintergrund dieser Annahme sind die geplant verstärkten Anstrengungen zur Markenbildung, was zu einer Stabilisierung der Absatzpreise führen sollte. Die prozentualen Umsatzanteile der verschiedenen Segmente erwarten wir indes in den kommenden zwei Jahren weitestgehend konstant. Der Anteil der Handelswaren (fremde alkoholfreie Getränke und Fremdbier) wurde in den vergangenen Jahren auf Grund des niedrigeren Margenbeitrages gezielt zurückgefahren. Diese strategische Entscheidung sollte auch in den kommenden Jahren weiterverfolgt werden.

Zu bemerken ist, dass die BHB Brauholding AG trotz des rückläufigen Marktumfeldes die Umsatzerlöse zuletzt steigern bzw. konstant halten konnte. Diese Entwicklung unterstreicht die gute Positionierung des Unternehmens und verdeutlicht die Fähigkeit den Absatz der eigenen Marken zu fördern. Insbesondere der Export von Herrnbräu-Bier nach Italien hatte hierbei einen entscheidenden Einfluss. Wir sind überzeugt, dass die BHB Brauholding AG diesen erfolgreich eingeschlagenen Weg auch in Zukunft weiter verfolgen kann, mit dem Resultat weiterhin steigender bzw. stabiler Umsatzerlöse. Hingegen haben wir mögliche Übernahmen, die nach dem Börsengang getätigt werden könnten, derzeit nicht in unseren Prognosen berücksichtigt.

## Ergebnisprognosen

Die Ergebnisse betreffend erwarten wir im laufenden GJ 2010 eine merkliche Steigerung gegenüber dem GJ 2009. Insbesondere sollte diese Entwicklung auf eine Entspannung der Malzpreise in Jahr 2009 zurückzuführen sein, die in 2010 ergebniswirksam zum Tragen kommen. Dennoch rechnen wir in 2010 noch mit einer leicht abnehmenden Rohertragsmarge, da wir konservativ von sonstigen betrieblichen Erträgen in Höhe von nur 0,05 Mio. € ausgehen. In den Vorjahren lagen diese stets deutlich über der Marke von 0,10 Mio. €, zuletzt bei 0,13 Mio. €.

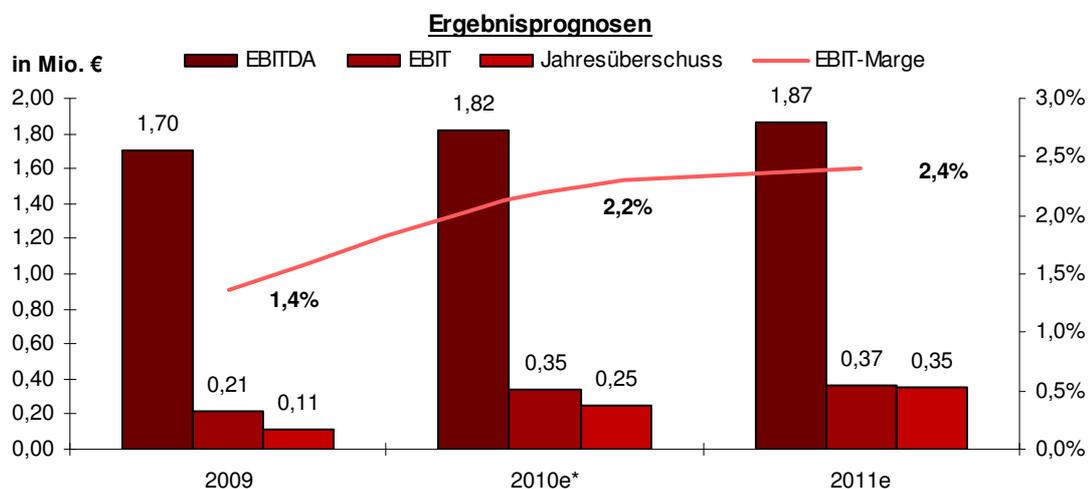
Für das GJ 2011 erwarten wir hingegen dann eine Verbesserung der Rohertragsmarge von 64,3 % auf 64,7 %, einhergehend mit der derzeit stattfindenden Normalisierung der Malzpreise auf durchschnittlich 300 € pro Tonne im Vergleich zum Jahr 2009, als Malz noch durchschnittlich rund 400 € pro Tonne kostete. Da die Malzvorräte für 2011 bereits im laufenden GJ eingedeckt werden, lässt sich auf Basis der derzeitigen Malzpreise eine entsprechende Reduktion des Materialaufwandes für Braustoffe für Bier antizipieren.

Aber auch bei den Personalkosten konnte das Unternehmen in den vergangenen Jahren klare Optimierungen erreichen. So wurde der Mitarbeiterbestand seit 2009 um über 10 % auf 82 Mitarbeiter verringert, was mit einer stetigen Verringerung der Personalkostenquote einherging. Zuletzt lag diese bei 28,8 %. In den Jahren 2010 und 2011 gehen wir von einem wieder leicht erhöhten Personalkostenanteil aus, auch wenn die Mitarbeiteranzahl noch in 2010 auf unter 80 reduziert werden soll. Der Hintergrund ist die Einbeziehung der Holding-Gesellschaft, welche in den Vorjahren keine Personalaufwendungen verursachte.

Auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen ist in 2010 und 2011 mit weiteren Entlastungen zu rechnen, nachdem diese bereits in den Vorjahren regelmäßig rückläufig verliefen. Nach 3,06 Mio. € im GJ 2009, erwarten wir für 2010 sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von 2,68 Mio. €, respektive 2,63 Mio. € in 2011. Hintergrund der starken Reduktion gegenüber 2009 sind insbesondere reduzierte Leasinggebühren für ein Sudhaus sowie diverse Maschinen.

Das EBITDA sollte im Zuge der geschilderten Entwicklungen von 1,70 Mio. € auf dann 1,82 Mio. € ansteigen. Dies bedeutet gleichzeitig eine Verbesserung der EBITDA-Marge um 0,7 Prozentpunkte auf 11,8 %. Da die Abschreibungen im laufenden GJ 2010 auf dem Vorjahresniveau zu erwarten sind, sollte sich das EBIT absolut gesehen nahezu proportional zum EBITDA nach oben bewegen. Die EBIT-Marge erwarten wir im Zuge des Ergebnisanstieges in 2010 jedoch mit einem deutlichen Sprung von zuvor 1,4 % auf dann 2,2 %.

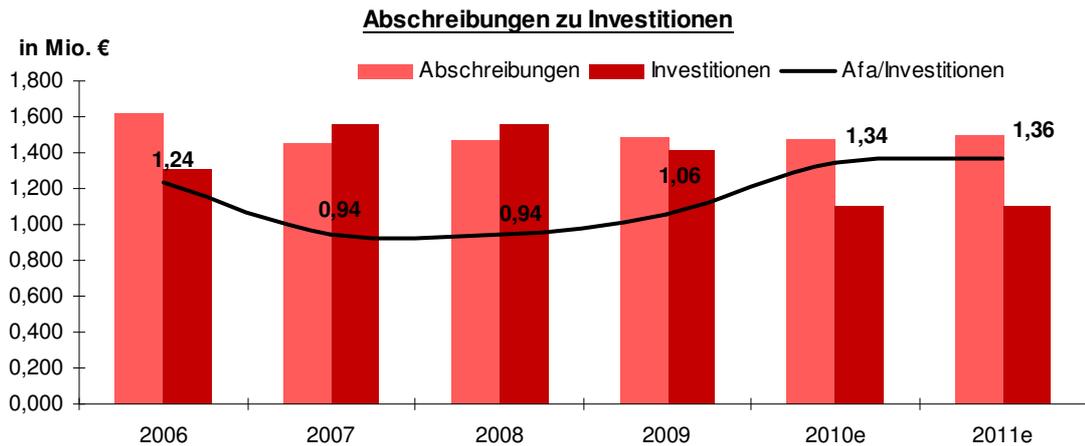
Zu berücksichtigen ist dabei, dass in diesen Zahlen nicht die Kosten für den Börsengang enthalten sind. Da wir annehmen, dass sich diese auf rund 0,20 Mio. € belaufen werden, würde sich entsprechend ein EBIT nach IPO-Kosten von 0,15 Mio. € ergeben. Die Ergebnisprognosen für das GJ 2011 sind hingegen davon nicht berührt.



Quelle: GBC; \* bereinigt um erwartete IPO-Kosten in Höhe von 0,20 Mio. €

Mit den Mitteln aus dem Börsengang beabsichtigt das Unternehmen unter anderem die Tilgung der bestehenden Bankverbindlichkeiten in Höhe von 3,67 Mio. €. Daher ist davon auszugehen, dass sich der Zinsaufwand bereits im laufenden GJ deutlich reduziert und in 2011 keine Zinszahlungen mehr anfallen. Entsprechend erwarten wir eine Angleichung des EBIT mit dem EBT. In 2011 sollte das Finanzergebnis dann bereits ausgeglichen ausfallen, mit einem entsprechend ergebniserhöhenden Effekt.

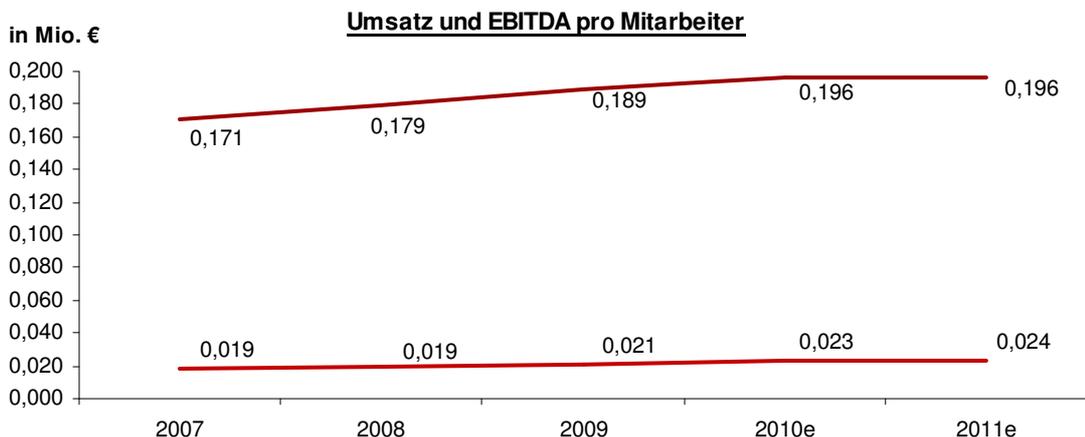
Unterm Strich erwarten wir daher sowohl in 2010, als auch in 2011 eine starke Verbesserung des Jahresüberschusses auf 0,25 Mio. € (vor IPO-Kosten), bzw. 0,35 Mio. €. Wenngleich die IPO-Kosten die Ausschüttung einer Dividende im GJ 2010 noch einschränken dürfte, gehen wir davon aus, dass im GJ 2011 dann ein Vollausschüttung in Höhe von 0,11 € pro Aktie vorgenommen wird, was auf Basis des Zeichnungskurses von 2,80 € einer attraktiven Dividendenrendite von 3,9 % entspricht.



Quelle: GBC

In den vergangenen Jahren investierte das Unternehmen verstärkt in Sachanlagen. Mit dem Abschluss der Investitionsoffensive in 2009 sollten die Abschreibungen in den kommenden Jahren deutlich über den noch jährlich zu tätigen Ersatzinvestitionen liegen. Entsprechend ist in den kommenden Jahren eine Stärkung der Innenfinanzierungskraft zu erwarten, was einen erhöhten Spielraum für Dividendenausschüttungen lässt. Kredittilgungen sollten nach 2010 nicht mehr zu leisten sein, da die bestehenden Kreditverbindlichkeiten mit den Erlösen des Börsengangs zurückgeführt werden sollen.

Die stabilen Umsatzerlöse und steigenden Ergebnisse machen sich auch in einer verbesserten Effizienz des Unternehmens bemerkbar. Dies drückt sich aus, indem stetig steigende Umsatzerlöse als auch operative Ergebnisse (EBITDA) pro Mitarbeiter erzielt werden konnten. Auch im laufenden sowie kommenden GJ gehen wir entsprechend unseren Prognosen davon aus, dass sich dieser positive Trend fortsetzen wird. Bis zum Jahr 2011 erwarten wir eine Verbesserung des EBITDA pro Mitarbeiter um rund 26 % gegenüber 2006, was aus unserer Sicht eine beachtliche Größenordnung darstellt.



Quelle: GBC

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 bis 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 9-11), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 0,1 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 12,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 0 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

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 auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,40 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert des Unternehmens zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht damit **11,30 Mio. €**, bzw. **3,65 € pro Aktie** bei einer zu Grunde gelegten Aktienanzahl von 3,10 Mio. Stück nach der Kapitalerhöhung.

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

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

| consistency - Phase              |       | final - Phase                    |       |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum                   | 0,1%  | ewiges Umsatzwachstum            | 0,0%  |
| EBITDA-Marge                     | 12,0% | ewige EBITA - Marge              | 4,2%  |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 36,7% | effektive Steuerquote im Endwert | 30,0% |
| Working Capital zu Umsatz        | 4,0%  |                                  |       |

### dreistufiges DCF - Modell:

| Phase<br>in Mio. EUR                | estimate |          | consistency |          |          |          |          |          | final<br>Endwert |
|-------------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
|                                     | GJ 2010e | GJ 2011e | GJ 2012e    | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e |                  |
| Umsatz (US)                         | 15,50    | 15,50    | 15,52       | 15,53    | 15,55    | 15,56    | 15,58    | 15,60    |                  |
| US Veränderung                      | 0,2%     | 0,0%     | 0,1%        | 0,1%     | 0,1%     | 0,1%     | 0,1%     | 0,1%     | 0,0%             |
| US zu operativen Anlagevermögen     | 3,45     | 3,79     | 4,20        | 4,38     | 4,51     | 4,62     | 4,69     | 4,76     |                  |
| EBITDA                              | 1,82     | 1,87     | 1,87        | 1,87     | 1,87     | 1,87     | 1,88     | 1,88     |                  |
| EBITDA-Marge                        | 11,7%    | 12,0%    | 12,0%       | 12,0%    | 12,0%    | 12,0%    | 12,0%    | 12,0%    |                  |
| EBITA                               | 0,35     | 0,37     | 0,37        | 0,52     | 0,57     | 0,61     | 0,64     | 0,66     |                  |
| EBITA-Marge                         | 2,2%     | 2,4%     | 2,4%        | 3,3%     | 3,7%     | 3,9%     | 4,1%     | 4,2%     | 4,2%             |
| Steuern auf EBITA                   | -0,10    | -0,09    | -0,11       | -0,15    | -0,17    | -0,18    | -0,19    | -0,20    |                  |
| zu EBITA                            | 28,6%    | 24,7%    | 30,0%       | 30,0%    | 30,0%    | 30,0%    | 30,0%    | 30,0%    | 30,0%            |
| EBI (NOPLAT)                        | 0,25     | 0,27     | 0,26        | 0,36     | 0,40     | 0,43     | 0,45     | 0,46     |                  |
| Kapitalrendite                      | 4,5%     | 5,4%     | 5,5%        | 8,4%     | 9,6%     | 10,5%    | 11,2%    | 11,7%    | 11,9%            |
| Working Capital (WC)                | 0,62     | 0,62     | 0,62        | 0,62     | 0,62     | 0,62     | 0,62     | 0,62     |                  |
| WC zu Umsatz                        | 4,0%     | 4,0%     | 4,0%        | 4,0%     | 4,0%     | 4,0%     | 4,0%     | 4,0%     |                  |
| Investitionen in WC                 | -0,06    | 0,00     | 0,00        | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |                  |
| Operatives Anlagevermögen (OAV)     | 4,49     | 4,09     | 3,69        | 3,55     | 3,45     | 3,37     | 3,32     | 3,28     |                  |
| AFA auf OAV                         | -1,48    | -1,50    | -1,50       | -1,35    | -1,30    | -1,27    | -1,24    | -1,22    |                  |
| AFA zu OAV                          | 32,9%    | 36,7%    | 36,7%       | 36,7%    | 36,7%    | 36,7%    | 36,7%    | 36,7%    |                  |
| Investitionen in OAV                | -1,10    | -1,10    | -1,10       | -1,21    | -1,20    | -1,19    | -1,19    | -1,18    |                  |
| Investiertes Kapital                | 5,11     | 4,71     | 4,31        | 4,17     | 4,07     | 3,99     | 3,94     | 3,90     |                  |
| EBITDA                              | 1,82     | 1,87     | 1,87        | 1,87     | 1,87     | 1,87     | 1,88     | 1,88     |                  |
| Steuern auf EBITA                   | -0,10    | -0,09    | -0,11       | -0,15    | -0,17    | -0,18    | -0,19    | -0,20    |                  |
| Investitionen gesamt                | -1,16    | -1,10    | -1,10       | -1,21    | -1,20    | -1,19    | -1,19    | -1,18    |                  |
| Investitionen in OAV                | -1,10    | -1,10    | -1,10       | -1,21    | -1,20    | -1,19    | -1,19    | -1,18    |                  |
| Investitionen in WC                 | -0,06    | 0,00     | 0,00        | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |                  |
| Investitionen in Goodwill           | 0,00     | 0,00     | 0,00        | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     | 0,00     |                  |
| Freie Cashflows                     | 0,56     | 0,68     | 0,66        | 0,50     | 0,50     | 0,50     | 0,50     | 0,50     | 6,24             |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 6,74     | 6,56     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert expliziter FCFs             | 2,96     | 2,50     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert des Continuing Value        | 3,78     | 4,06     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Nettoschulden (Net debt)            | -4,56    | -5,21    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Barwert aller Optionsrechte         | 0,00     | 0,00     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Wert des Eigenkapitals              | 11,30    | 11,77    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Fremde Gewinnanteile                | 0,00     | 0,00     |             |          |          |          |          |          |                  |
| Wert des Aktienkapitals             | 11,30    | 11,77    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Ausstehende Aktien in Mio.          | 3,100    | 3,100    |             |          |          |          |          |          |                  |
| Fairer Wert der Aktie in EUR        | 3,65     | 3,80     |             |          |          |          |          |          |                  |

### Kapitalkostenermittlung :

|                    |        |
|--------------------|--------|
| risikolose Rendite | 3,0%   |
| Marktrisikoprämie  | 5,5%   |
| Beta               | 0,80   |
| Eigenkapitalkosten | 7,4%   |
| Zielgewichtung     | 100,0% |
| Fremdkapitalkosten | 5,5%   |
| 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% |
| 7,9%  | 3,42           | 3,32 | 3,23        | 3,16 | 3,09 |
| 9,9%  | 3,68           | 3,55 | 3,44        | 3,35 | 3,26 |
| 11,9% | 3,93           | 3,78 | <b>3,65</b> | 3,53 | 3,43 |
| 13,9% | 4,18           | 4,00 | 3,85        | 3,72 | 3,60 |
| 15,9% | 4,44           | 4,23 | 4,06        | 3,90 | 3,77 |

## Peer-Group Bewertung

| Unternehmen                  | Kurs zum 22.06.2010 in € | Marktkapitalisierung in Mio. € | EV in Mio. € | EV/Sales 2008 | EV/Sales 2009 | EV/ EBITDA 2008 | EV/ EBITDA 2009 | KBV 2009    |
|------------------------------|--------------------------|--------------------------------|--------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-------------|
| Ottakringer Getränke AG      | 124,00*                  | 320,14                         | 291,61       | 3,71          | 2,91          | 27,29           | 21,28           | 3,34        |
| Moninger Holding AG          | 3,50                     | 5,60                           | 9,53         | 0,62          | 0,66          | 17,43           | 29,15           | 1,70        |
| Einbecker Brauhaus AG        | 11,10                    | 23,98                          | 32,76        | 0,73          | 0,73          | 5,72            | 6,84            | 1,85        |
| Aktienbrauerei Kaufbeuren AG | 299,00                   | 16,30                          | 16,77        | 1,01          | 1,11          | 10,24           | 17,37           | 7,38        |
| Allgäuer Brauhaus AG         | 445,00                   | 38,72                          | 36,46        | 1,65          | 1,69          | 7,68            | 6,41            | 10,33       |
| Kulmbacher Brauerei AG       | 34,24                    | 115,05                         | 164,05       | 0,74          | 0,76          | 7,21            | 7,27            | 2,32        |
| <b>Median</b>                |                          |                                |              | <b>0,88</b>   | <b>0,93</b>   | <b>8,96</b>     | <b>12,32</b>    | <b>2,83</b> |
| <b>Mittelwert</b>            |                          |                                |              | <b>1,41</b>   | <b>1,31</b>   | <b>12,59</b>    | <b>14,72</b>    | <b>4,49</b> |

Quelle: Unternehmensangaben, GBC; \* Kurs der Stammaktie

Es ergeben sich gemäß dieser Beobachtung auf Gesamtunternehmenswertbasis (EV) folgende faire Multiplikatoren:

| Faire Multiples (Median) | EV/Sales | EV/ EBITDA | KBV  | Faire Multiples (Mittelwert) | EV/Sales | EV/ EBITDA | KBV  |
|--------------------------|----------|------------|------|------------------------------|----------|------------|------|
| 2008                     | 0,88     | 8,96       | -    | 2008                         | 1,41     | 12,59      | -    |
| 2009                     | 0,93     | 12,32      | 2,83 | 2009                         | 1,31     | 14,72      | 4,49 |

Als Grundlage für die Bewertung auf Basis der Peer-Group ziehen wir die Umsatzerlöse, das EBITDA für die abgelaufenen Geschäftsjahre 2008 und 2009 sowie das Eigenkapital für das abgelaufene Geschäftsjahr 2009 heran. Daraus ergeben sich gemäß den ermittelten Multiplikatoren die nachfolgenden fairen Bewertungen. Die Berechnung des fairen Unternehmenswertes der BHB Brauholding AG auf Basis des Enterprise Value haben wir in einer gewichteten Form der ermittelten fairen Multiplikatoren vorgenommen:

| Faire Bewertung nach Median in Mio. €     | Multiplewert EV/Sales | Gewichtung in % | Multiplewert EV/ EBITDA | Gewichtung in % | Multiplewert KBV | Gewichtung in % |
|---|-----------------------|-----------------|-------------------------|-----------------|------------------|-----------------|
| 2008                                      | 13,62                 | 10,00%          | 15,09                   | 10,00%          | -                | -               |
| 2009                                      | 14,41                 | 10,00%          | 21,00                   | 10,00%          | 15,96            | 10,00%          |
| Faire Bewertung nach Mittelwert in Mio. € | Multiplewert EV/Sales | Gewichtung in % | Multiplewert EV/ EBITDA | Gewichtung in % | Multiplewert KBV | Gewichtung in % |
| 2008                                      | 21,91                 | 10,00%          | 21,21                   | 10,00%          | -                | -               |
| 2009                                      | 20,26                 | 10,00%          | 25,09                   | 10,00%          | 25,32            | 10,00%          |

Auf Grundlage der gleichmäßig gewichteten Multiple-Werte, ergibt sich ein nach Median und Mittelwert gewichteter Gesamtwert des Unternehmens Höhe von **19,39 Mio. €**, bzw. **6,25 €** pro Aktie.

Das Ergebnis der Peer-Group-Bewertung beziehen wir indes nicht in unsere Gesamtbewertung der BHB Brauholding AG ein, da diese auf vergangenheitsbezogenen Daten beruht. Vielmehr macht die Peer-Group-Bewertung deutlich, dass sich bereits auf Basis der vergangenheitsbezogenen Daten ein Bewertungsniveau ergibt, dass unsere DCF-Bewertung klar übersteigt. Damit ist festzustellen, dass der gesamten Branche ein vergleichsweise hohes Bewertungsniveau zugesprochen wird, was unserer Ansicht nach mit der Tatsache begründet werden kann, dass die gelisteten Brauereien zum Einen überwiegend von konjunkturellen Einflüssen unabhängige und damit vergleichsweise stabile Umsatzerlöse erwirtschaften und zum Anderen auch die operativen Cashflows eine sehr stabile und konstante Entwicklungen aufweisen.

## Fazit

Der deutsche Biermarkt erleidet bereits seit mehreren Jahren Absatzrückgänge. Dabei spielen sowohl demografische Faktoren eine Rolle, als auch Regulierungen, wie das Rauch- und Werbeverbot. Zudem erlebt die Branche einen ebenfalls seit Jahren anhaltenden Margendruck im Zuge von unterproportional zu den Erzeugerpreisen steigenden Verkaufspreisen.

Die BHB Brauholding AG konnte sich den sinkenden Absatzmengen am deutschen Biermarkt entziehen und es gelang dem Unternehmen den Absatz des Kernproduktes Herrnbräu-Bier in den vergangenen Jahren zu steigern. Dies war insbesondere auf den Export ins Ausland, dabei vor allem Italien, zurückzuführen. Aber auch die Anstrengungen zur Stärkung der Markenbekanntheit unterstützten die genannte Entwicklung.

Ergebnisseitig verlief die Entwicklung in den vergangenen Jahren ebenfalls zufriedenstellend. Während der vergangenen drei Geschäftsjahre konnte die EBIT-Marge mit 1,4 % konstant gehalten werden. Auf Basis des Jahresüberschusses wurde sogar stets eine Steigerung, zuletzt auf 0,11 Mio. €, erzielt. Bemerkenswert ist dabei, dass die Ergebnisqualität stets auf einem sehr hohen Niveau lag. Bei einem EBIT von 0,21 Mio. € im GJ 2009 konnte ein operativer Cashflow in Höhe von 1,72 Mio. € erwirtschaftet werden. Das entspricht einer Cash Conversion Rate von 8,2.

In den kommenden Geschäftsjahren werden sich indes die Bemühungen des Unternehmens zur Kostenoptimierung bemerkbar machen. Über die vergangenen Jahre konnten sowohl die Personalaufwendungen als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduziert werden, was auch im laufenden und kommenden GJ positive Auswirkungen auf das Ergebnis haben wird. Zudem erfahren die Malzpreise, nach starken Preissteigerungen im Jahr 2008, wieder eine Normalisierung, so dass auch der Materialaufwand entsprechend entlastet wird.

Wir erwarten im Zuge dieser Entwicklungen für das GJ 2010 ein EBIT in Höhe von 0,35 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass hierin die IPO-Kosten von erwarteten 0,20 Mio. € noch keine Berücksichtigung gefunden haben. Aber auch in 2011 gehen wir von einer weiteren Verbesserung des EBIT auf dann 0,37 Mio. € aus, was einer EBIT-Marge von 2,4 % entspricht.

Insgesamt sollte das Unternehmen ab 2011 klar verbesserte Nettoergebnisse ausweisen, was dann mit einer attraktiven Dividendenzahlung einhergehen sollte. Für 2010 erwarten wir auf Grund der IPO-Kosten zunächst nur eine kleine Dividende. In 2011 sollte sich die Dividendenrendite dann auf Basis des Zeichnungspreises von 2,80 € auf 3,9 % belaufen.

Auf Grund der verbesserten Ergebnisse als auch der erwartet niedrigeren Investitionen in den kommenden Geschäftsjahren sollte die BHB Brauholding AG in den kommenden Geschäftsjahren deutlich über dem Jahresüberschuss liegende Free-Cashflows erzielen können. Dies bringt nicht nur die verbesserte Innenfinanzierungskraft zum Ausdruck, sondern auch die anhaltend hohe Ergebnisqualität.

**Gemäß unserem DCF-Modell haben wir einen fairen Wert pro Aktie der BHB Brauholding AG in Höhe von 3,65 € ermittelt. Dies entspricht einem Aufschlag zum Zeichnungspreis, der bei 2,80 € liegt, von rund 30 %. Die Peer-Group-Bewertung indiziert sogar eine noch höhere Bewertung von 6,25 € pro Aktie. Zudem liegt der Zeichnungspreis unterhalb des Buchwertes der Aktie von 3,32 €. Nicht zuletzt ist die Aktie mit einem Kurs-Free-Cashflow-Verhältnis für die Jahre 2010 und 2011 von 11,6, respektive 9,6, bewertet, die jeweils günstige Werte darstellen.**

**Insgesamt erachten wir die BHB Brauholding AG als ein interessantes Investment, das auf Basis des Zeichnungspreises von 2,80 € günstig erworben werden kann. Die faire Bewertung des Unternehmens liegt nach unseren Berechnungen deutlich höher. Auch diverse Bewertungskennzahlen indizieren, dass ein Zeichnungskurs von 2,80 € ein interessantes Einstiegsniveau darstellt.**

# 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](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), Finanzanalyst**

**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)