

GBC Research Anno

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG



WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 23

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“.

BHB Brauholding Bayern-Mitte AG *1, 5a, 5b, 7, 11

**1.HJ 2025 mit solider operativer Performance abgeschlossen,
Guidance bekräftigt; „Kauf“-Rating bestätigt**

Branche: Brauereien / Getränkeindustrie
Fokus: Hochwertige Bier und alkoholfreie Getränke
Gründung: 1882

Mitarbeiter: 71 (zum 30.06.25)
Firmensitz: Ingolstadt
Vorstand: Franz Katzenbogen,
Gerhard Bonschab

Die geschäftlichen Aktivitäten der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (BHB) erstrecken sich auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine in Bayern sehr bekannte Biermarke. Die Herrnbräu GmbH 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 ihre Getränke grundsätzlich deutschlandweit vertreibt, ist ihre Geschäftstätigkeit auf die Regionen Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg konzentriert. Über die 50%ige Beteiligung an der Herrnbräu Italia S.r.l. (Forlì, Italien) vertreibt die Herrnbräu GmbH zudem ihre Produkte auf dem italienischen Getränkemarkt.

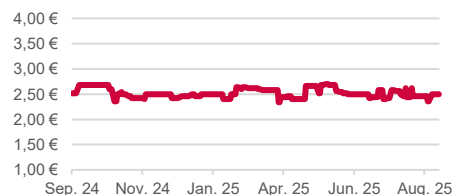
in Mio. €	GJ 23	GJ 24	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e
Umsatz	18,83	18,30	18,62	19,16	19,75
EBITDA	2,13	1,60	2,07	2,17	2,34
EBIT	0,44	-0,25	0,36	0,49	0,71
Jahresüberschuss (EAT)	0,24	-0,29	0,14	0,23	0,39
Gewinn je Aktie	0,08	-0,09	0,05	0,07	0,13
Dividende je Aktie	0,06	0,00	0,06	0,07	0,08
EV/Umsatz	0,58	0,60	0,59	0,57	0,56
EV/EBITDA	5,16	6,87	5,31	5,06	4,70
EV/EBIT	24,98	neg.	30,53	22,43	15,48
KGV	32,29	neg.	55,36	33,70	19,87
KBV		0,73			

Investment Case

- **Attraktives Markenportfolio:** Mit ihren renommierten Kernmarken „Herrnbräu“ und „Bernadett Brunnen“ adressiert die Gesellschaft einen loyalen Kundenstamm.
- **Starke regionale Marktpositionierung:** Mit ihren Schwerpunkten in der Mitte Bayerns mit dem Fokus auf die Ballungsgebiete Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg operiert BHB im wirtschaftlich stärksten Bundesland Deutschlands.
- **Breites Produktangebot:** Mit ihren verschiedenen Bierspezialitäten, Biermischgetränken und unterschiedlichen Mineralwassern sowie alkoholfreien Erfrischungsgetränken partizipiert BHB an verschiedenen Markttrends der Branche.
- **Erfolgreiche Internationalisierung:** Durch die gelungene Erschließung der Absatzmärkte z.B. in Italien und Rumänien und noch weiteren bestehenden Exportchancen verbreitert die Gesellschaft ihren bestehenden (inländischen) Kundenstamm.
- **Diversifizierter Kundenkreis:** Breite Streuung des Kundenkreises in den Bereichen Handel, Gastronomie, Endverbraucher und Sondergeschäft.
- **Solide Finanzstruktur für M&As & Kooperationen:** Mit einer hohen Eigenkapitalquote und einem stabilen Cashflow verfügt BHB über eine gute Ausgangsbasis, um an einer weiteren Marktkonsolidierung als „aktiver Player“ teilnehmen zu können.

Rating: Kaufen
Kursziel: 3,40 € (bisher: 3,25 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (Vortag)	2,50 EUR
Börsenplatz	München
ISIN	DE000A1CRQD6
WKN	A1CRQD
Aktienzahl (in Mio.)	3,10
MCap (in Mio. EUR)	7,75
Enterprise Value (Mio. EUR)	10,99
Transparenzlevel	Freiverkehr
Marktsegment	m:access
GJ-Ende	31.12.
Rechnungslegung	HGB

Aktionärsstruktur

HBI Immobilien GmbH	35,8%
Management	6,6%
Free Float	57,6%

Finanztermine

April 2026	Geschäftsbericht 2025
Aug. 2026	Halbjahresbericht 2026

Analysten

Marcel Goldmann (goldmann@gbc-ag.de)
Cosmin Filker (filker@gbc-ag.de)

Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
14.03.25 / RS / 3,25 / KAUFEN
19.08.24 / RS / 3,65 / KAUFEN
16.05.24 / RS / 3,50 / KAUFEN
16.08.23 / RS / 3,51 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 09.09.2025 (8:33 Uhr)
Erste Weitergabe: 09.09.2025 (10:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 24

EXECUTIVE SUMMARY

● Die BHB Brauholding Bayern-Mitte (BHB) produziert qualitativ hochwertiges Bier unter der Kernmarke „Herrnbräu“. Das Produktportfolio wird durch alkoholfreie Getränke der eigenen Marke „Bernadett Brunnen“ und Fremdmarken ergänzt. Der regionale Schwerpunkt liegt v.a. auf Bayern und hierbei insbesondere auf dem mittelbayrischen Raum um Ingolstadt und Schrobenhausen sowie dem Raum Schwabach. Das umfangreiche Getränkeangebot wird v.a. über die Kanäle Handel, Gastronomie und Export vermarktet.

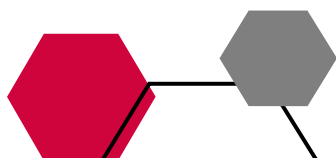
● Das Geschäftsjahr 2024 der BHB war v.a. geprägt von einer schwierigen Marktlage (Konsumflaute, Preisdruck durch Wettbewerber etc.) und negativen Effekten aus der Hochwasserkatastrophe, die zu einem deutlichen Rückgang des Gesamtgetränkeabsatzes auf 196.100 hl (VJ: 209.200 hl) führten. Aufgrund geringerer Absätze im Handels- und Spezialgeschäft sanken die Bruttoumsatzerlöse auf 18,30 Mio. € (VJ: 18,83 Mio. €). Parallel hierzu reduzierte sich das EBITDA deutlich auf 1,60 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €). Auf Nettoebene musste man zudem ein negatives Jahresergebnis von -0,29 Mio. € (VJ: 0,24 Mio. €) hinnehmen.

● Im ersten Halbjahr 2025 hat BHB trotz schwieriger Marktbedingungen und einer herausfordernden Branchenlage einen stabilen Getränkeabsatz von 96.000 hl (1. HJ 2024: 96.000 hl) erreicht. Damit konnte die Gesellschaft von einer robusten Kundennachfrage über alle Vertriebskanäle hinweg profitieren. Entsprechend belief sich der erwirtschaftete Halbjahresumsatz mit 8,51 Mio. € nahezu auf Vorjahresniveau (1. HJ 2024: 8,72 Mio. €). In Bezug auf das operative Ergebnis wurde ein EBITDA von 0,90 Mio. € erzielt, welches sich damit ebenfalls auf dem Vorjahreslevel (1. HJ 2024: 0,89 Mio. €) bewegte. Auf Nachsteuerebene wurde ein leicht rückläufiger Wert in Höhe von 0,03 Mio. € (1. HJ 2024: 0,06 Mio. €) erzielt.

● Angesichts der stabilen Halbjahres-Unternehmensperformance, die weitgehend im Rahmen der Management-Erwartungen lag, hat die BHB-Gruppe ihre Unternehmensguidance bekräftigt. Hiernach rechnet die Brauerei-Gruppe unverändert mit einem Getränke-Absatz von etwa 200.000 Hektolitern mit einer Prognose-Bandbreite von +5%/-5%. Basierend hierauf wird ein Brutto-Umsatz von 18,5 Mio. € (ebenfalls mit einer Prognosebandbreite von +5%/-5%) in Aussicht gestellt. Ergebnisseitig wird hierbei mit einem EBITDA von etwa 2,10 Mio. € bzw. eine EBITDA-Marge von rund 11,5% (mit Bandbreite von +0,5%/-0,5%) gerechnet.

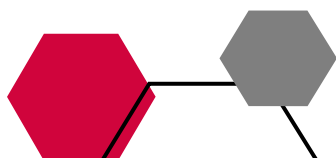
● Analog zur bekräftigten Umsatzguidance der Gesellschaft erwarten wir angesichts der positiven Halbjahresperformance, die im Rahmen unserer Erwartungen lag, und dem traditionell stärkeren zweiten Geschäftshalbjahr für das Geschäftsjahr 2025 unverändert einen leichten Umsatzanstieg auf 18,62 Mio. € (VJ: 18,30 Mio. €) und eine starke EBITDA-Verbesserung auf 2,07 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €). In Bezug auf die Folgejahre 2026 und 2027 rechnen wir mit moderaten Umsatz- und Ergebniszuwächsen. Konkret erwarten wir für das Geschäftsjahr 2026 einen Umsatz- und EBITDA-Anstieg auf 19,16 Mio. € bzw. 2,17 Mio. €. Im Folgejahr 2027 sollte ein weiterer Umsatz- und EBITDA-Zuwachs auf dann 19,75 Mio. € bzw. 2,34 Mio. € gelingen.

● Basierend auf unseren unveränderten Umsatz- und Ergebnisschätzungen erhöhen wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 3,40 € (bisher: 3,25 €) je Aktie. Unserer Kurszielerhöhung resultiert hierbei primär aus dem eingetretenen sog. „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das GJ 2026, statt bisher GJ 2025). In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“.



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	3
Unternehmen.....	5
Kern des Geschäftsmodells	5
Organisationsstruktur	5
Übersicht Markenportfolio	6
Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition	6
Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit.....	7
HBI-Beteiligung	8
Markt und Marktumfeld.....	9
Biermarkt Deutschland.....	9
Geschäftsentwicklung GJ 2024	12
Umsatzentwicklung GJ 2024	12
Ergebnisentwicklung GJ 2024.....	13
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage	15
Geschäftsentwicklung 1. HJ 2025.....	17
Prognosen und Modellannahmen.....	18
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	18
Bewertung.....	21
DCF Modell	22
Anhang	23



UNTERNEHMEN

Kern des Geschäftsmodells

Die BHB-Gruppe hat sich als traditioneller bayerischer Bierspezialist mit besonderem Fokus auf Weißbierspezialitäten insbesondere in den regionalen Märkten um Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg fest etabliert.

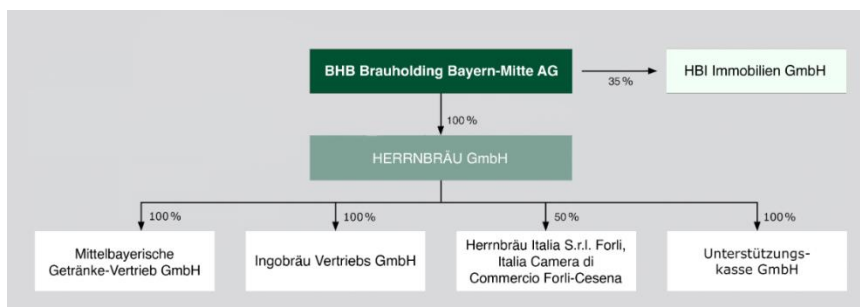
Das gesamte Markenportfolio umfasst heute 10 Weißbierspezialitäten, 29 untergärige Bierspezialitäten und 4 Biermischgetränke. Neben den Kernbiermarken wie Herrnbräu oder Ingobräu bietet BHB unter der Marke Bernadett Brunnen auch eine große Vielfalt an Mineralwasser und alkoholfreien Erfrischungsgetränken an. Zuletzt machten diese beiden Getränkevarianten bereits ca. 45,0% (GBCe) des Gesamtumsatzes der BHB-Gruppe aus. Alle angebotenen Produkte zeichnen sich durch einen hohen Reinheitsgrad und eine ausgezeichnete, mehrfach prämierte Qualität aus.

Die hergestellten Produkte werden hauptsächlich über die Vertriebskanäle Handel, Gastronomie und Endverbraucher vermarktet. Darüber hinaus exportiert das Unternehmen seine Bierspezialitäten zunehmend auch ins europäische Ausland (z.B. Italien und Rumänien).

Organisationsstruktur

Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG fungiert als Konzernobergesellschaft bzw. Mutterunternehmen. Das operative Geschäft wird hingegen über die 100%ige Tochtergesellschaft HERRNBRÄU GmbH abgewickelt.

Darstellung der Organisationsstruktur sowie Beteiligungsverhältnisse



Quelle: BHB, GBC AG

Konkret umfasst das Kerngeschäft der HERRNBRÄU GmbH die Eigenproduktion und den Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Darüber hinaus ist die Gesellschaft im Handel mit Getränken anderer Hersteller tätig. Über eine bestehende 50,0%-Beteiligung an der HERRNBRÄU Italia s.r.l., Forlì (Italien) verstärkt die HERRNBRÄU GmbH zudem ihre Vertriebsaktivitäten im Ausland.

Darüber hinaus hält die HERRNBRÄU GmbH 100% der Anteile an der Unterstützungskasse der Bürgerliches Brauhaus Ingolstadt GmbH. Die Unterstützungskasse erfüllt die Pensionszusagen des BHB-Konzerns.

Ein weiteres Tochterunternehmen des BHB-Konzerns, an dem 100% des Stammkapitals gehalten werden, ist die Mittelbayerische Getränke-Vertrieb GmbH, die dem Vertrieb und der Logistik von Getränken dient.

Übersicht Markenportfolio

Die BHB verfügt über ein umfangreiches, hochwertiges Marken- und Produktportfolio. Die BHB-Gruppe hat sich als traditioneller bayerischer Bierspezialist mit Schwerpunkt Weißbierspezialitäten etabliert. Das gesamte Markenportfolio umfasst heute 10 Weißbierspezialitäten, 30 untergärige Bierspezialitäten und vier Biermischgetränke. Mit Bernadett Brunnen bietet die HERRNBÄU GmbH außerdem eine große Vielfalt an Mineralwasser und alkoholfreien Erfrischungsgetränken (16 Sorten) an. Schließlich verfügt die BHB über eine breite Produktpalette sowohl im Bereich der alkoholhaltigen Biersorten als auch im Bereich der alkoholfreien Erfrischungsgetränke sowie der Mineralwassersorten.



Insgesamt zeichnet sich das breite Produktportfolio im Zuge der Mehrmarkenstrategie sowohl im Produktbereich der Bierspezialitäten als auch bei alkoholfreien Erfrischungsgetränken durch zahlreiche Qualitätsmarken und eine gute regional orientierte Marktpositionierung aus.

Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition

Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG mit Sitz in Ingolstadt produziert Premiumbiere und erhält dafür jedes Jahr zahlreiche Auszeichnungen. In Ingolstadt wurde bereits im Jahre 1516 das weltberühmte „Bayerische Reinheitsgebot“ von Herzog Wilhelm IV. verkündet. Herrnbräu, eine der wichtigsten Marken der BHB Brauholding, reicht mit der verzweigten Geschichte bis auf das Jahr 1527 zurück und zählt zu den traditionsreichsten bayerischen Brauereien.



Bereits 1873 gründeten die Danielbräu und die Herrnbräu Brauerei gemeinsam eine "Actienbrauerei", eine der ersten Aktiengesellschaften Deutschlands überhaupt. 1882 wurde in Ingolstadt eine zweite Aktienbrauerei, das Bürgerliche Brauhaus Ingolstadt, gegründet. 1899 fusionierte die Actienbrauerei Ingolstadt mit dem Bürgerlichen Brauhaus Ingolstadt. Seit Juni 1997 ist das mehrere tausend Jahre alte Quellwasser aus tiefem Juragestein als Mineralwasser anerkannt und bildet die Grundlage der Bernadett Brunnen Erfrischungsgetränke. Heutzutage bietet die BHB eine Vielzahl von unterschiedlichen Brauspezialitäten an. Mit Bernadett Brunnen bietet Herrnbräu auch ein breites Sortiment alkoholfreier Getränke an. Das aktuelle Markenportfolio umfasst 10 Weißbier-, 29 untergärige Bierspezialitäten und 4 Biermischgetränke sowie 16 alkoholfreie Getränke (verschiedene Mineralwasser und Erfrischungsgetränke).

Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit



Als spezialisierte Brauerei setzt die BHB auf die beste Qualität in den Produkten. Als oberster Maßstab zählt hierbei die Zufriedenheit der Konsumenten. Für die Bierspezialitäten verwendet das Unternehmen ausschließlich hochwertige und reine Rohstoffe sowie einen eigenen Hefetyp. Das Brauwasser ist Tiefen-Jura-Wasser. Die altbayerische Brauweise mit der offenen Bottichgärung und die original vierwöchige Flaschengärung geben den Weißbierspezialitäten einen einzigartigen Charakter.

Weiterhin ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren ein integraler Bestandteil der Unternehmensstrategie. Die Umweltverantwortung hat für die BHB als Hersteller von Lebensmitteln einen besonders hohen Stellenwert. Darüber hinaus wird aktiver Umweltschutz betrieben mit einem ökologischen Umweltbewusstsein. Die Traditionsbrauerei versucht Ökologie und Ökonomie stets in einem ausgewogenen Zusammenhang zu halten und es wird kontinuierlich an einer Verbesserung der Ökobilanz gearbeitet, um somit einen konkreten Unternehmensbeitrag zu den globalen Nachhaltigkeitszielen (17 UN-Nachhaltigkeitsziele) zu leisten.

Bierqualität erneut prämiert – Brauerei Herrnbräu erhält erneut den Bundesehrenpreis 2024



Die BHB hat erneut den renommierten Bundesehrenpreis, die höchste Qualitätsauszeichnung der deutschen Brauwirtschaft, erhalten. Die hohe Auszeichnung wurde im Rahmen einer feierlichen Preisverleihung im Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft (BMEL) in Berlin überreicht. Im Zuge der Verleihung wurde das Herrnbräu Hefe Weißbier Hell, das Herrnbräu Hefe Weißbier Dunkel, das Bürgerliche Brauhaus Altbairisch Weisse sowie das Herrnbräu Premium Pils mit der Gold Medaille ausgezeichnet. Die DLG-prämierten (DLG – Deutsche Landwirtschafts-Gesellschaft) Biere von Herrnbräu stehen damit nachweislich für die höchste Braukunst.

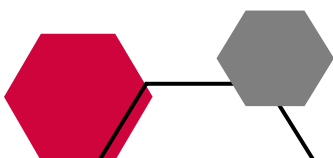
In diesem Zusammenhang erwähnenswert ist, dass die BHB bei der DLG-Qualitätsprüfung für Bier eines der besten Gesamtergebnisse aller Teilnehmer erzielt hat. Insgesamt waren 130 deutsche Brauereien mit rund 700 Bieren zu dem traditionsreichen Wettbewerb angetreten. Die hervorragende Qualität und der exzellente Geschmack der Biere der Brauerei Herrnbräu wurden dabei besonders hervorgehoben.

Daneben hat BHB Brauholding beim World Beer Award mit Herrnbräu Hefeweissbier die „Gold“-Auszeichnung erhalten.

HBI-Beteiligung

Die HBI Immobilien GmbH ist eine regionale Investorengruppe aus Ingolstadt, die in der Vergangenheit acht Brauereigasthof-Immobilien erworben hat, welche von der Tochtergesellschaft der BHB, der Herrnbräu GmbH, bewirtschaftet werden.

Ende 2023 gab die BHB bekannt, dass die HBI Immobilien GmbH, eine 34,2%ige Beteiligung an der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG erwirbt, wobei die aktuelle Beteiligungsquote auf 35,8% angewachsen ist. Im Gegenzug erwarb die BHB im März 2024 eine Minderheitsbeteiligung in Höhe von 35,0% an der HBI Immobilien GmbH. Die Gesamtinvestitionssumme für die BHB-Beteiligung an der HBI Immobilien GmbH betrug 2,8 Mio. € und dient v.a. der Absicherung der Geschäftstätigkeit und der Stärkung der regionalen Präsenz der BHB Brauholding mit ihren bewirtschafteten Brauereigasthöfen.



MARKT UND MARKTUMFELD

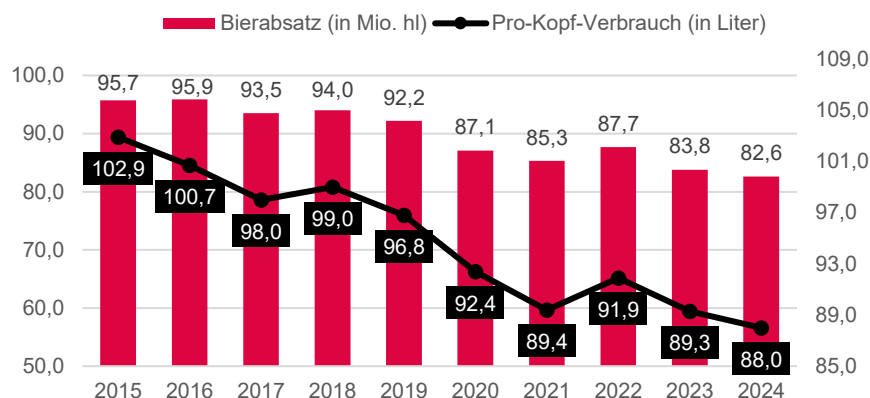
Die BHB-Gruppe hat sich als traditioneller bayerischer Bierspezialist mit Fokus auf hochwertige Weißbiervarianten regional fest etabliert. So umfasst das aktuelle Markenportfolio verschiedene Weißbierspezialitäten, untergärige Bierspezialitäten und auch verschiedene Biermischgetränke. Daneben bietet das Unternehmen eine breite Produktpalette im Bereich des Mineralwassers und sonstigen alkohol-freien Erfrischungsgetränken an. Der regionale Schwerpunkt liegt hauptsächlich auf dem inländischen Markt und hierbei v.a. auf dem Bundesland Bayern.

Biermarkt Deutschland

Der größte Biermarkt in Europa, gefolgt von Großbritannien, Spanien und Polen, ist der deutsche Biermarkt. Beim Pro-Kopf-Verbrauch liegen nur die Tschechen, Österreicher und Polen vor den Deutschen. Allerdings sind sowohl der Bierabsatz als auch der durchschnittliche Pro-Kopf-Verbrauch in Deutschland in den letzten Jahren kontinuierlich zurückgegangen. Als Hauptursachen hierfür sehen Marktexperten v.a. ein gestiegenes Gesundheitsbewusstsein und ein veränderter Lebensstil der Verbraucher sowie den demografischen Wandel (alternde Gesellschaft) an.

Laut Deutschem Brauer-Bund sank entsprechend der Bierabsatz in Deutschland im Zeitraum 2015 bis 2024 kontinuierlich von 95,7 Millionen Hektolitern auf 82,6 Millionen Hektoliter im Jahr 2024. Gleichzeitig sank der jährliche Pro-Kopf-Verbrauch von 102,9 Litern auf 88,0 Liter.

Bierabsatz (in Mio. hl) und Pro-Kopf-Verbrauch (in Liter) in Deutschland



Quelle: Deutscher Braueri Bund e.V.; Statistisches Bundesamt; GBC AG

Der monatliche Bierabsatz in Deutschland unterlag auch im Jahresverlauf 2024 erheblichen Schwankungen. Erkennbar ist ein saisonaler Verlauf mit einem starken Anstieg des Bierabsatzes in den Sommermonaten und im Frühjahr sowie einem Rückgang des Bierabsatzes in den Herbst- und Wintermonaten.

Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes setzten die in Deutschland ansässigen Brauereien und Bierlager im vergangenen Jahr 2024 insgesamt rund 8,3 Milliarden Liter Bier ab, was einem Rückgang von 1,4% zum Vorjahr entspricht. Daran konnte auch die Fußball-Europameisterschaft in Deutschland nichts ändern, da das Wetter über die Sommermonate hinweg schlecht ausfiel und sich damit den Bierkonsum abschwächte. Laut Marktstudien sind 82,3% des gesamten Bierabsatzes dem inländischen Verbrauch zuzurechnen und wurden in Deutschland versteuert. Der Inlandsabsatz ist gegenüber dem Vorjahr um 2,0% auf 6,8

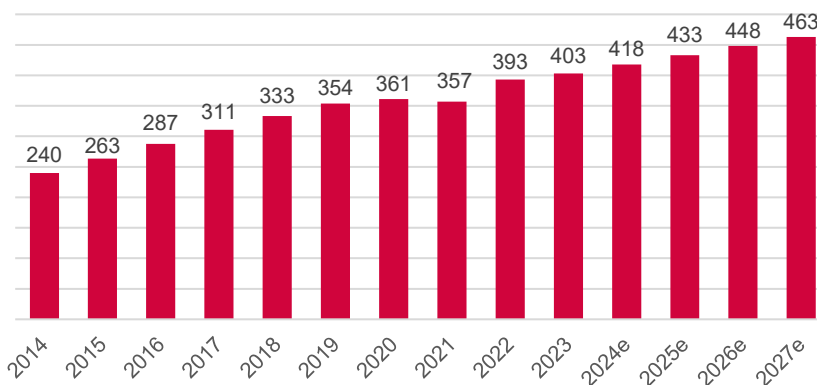
Mrd. Liter gesunken. Auf steuerfreier Ebene (Export und so genannter Eigenverbrauch) wurden 1,5 Milliarden Liter Bier abgesetzt und damit 1,6% mehr als im Jahr 2023. Davon gingen rund 808,4 Millionen Liter (+3,1% gegenüber Vorjahr) in EU-Länder und gut 644,0 Millionen Liter (-0,3% gegenüber Vorjahr) in Nicht-EU-Länder.

Als Reaktion auf den strukturell rückläufigen klassischen Bierkonsum haben viele Unternehmen der Brauwirtschaft in der Vergangenheit damit begonnen, neue Produkte wie bspw. Radler oder alkoholfreie Biere verstärkt zu vermarkten. Deren Marktanteil wächst zwar ungebrems, jedoch haben gerade kleinere Brauereien Schwierigkeiten damit, die teure Technik zur Alkoholfentfernung zu finanzieren. Dadurch können sie oft nur einfachere Verfahren nutzen, die geschmacklich mit denen der Wettbewerber häufig nicht mithalten können. Parallel hierzu haben auch viele Brauereien in der Vergangenheit damit begonnen, allgemein verstärkt mehr alkoholfreie Getränke (z.B. Mineralwasser oder Mixgetränke) zu vertreiben.

Biermischgetränke und alkoholfreie Biere erfreuen sich in Deutschland im Vergleich zum traditionellen Bier wachsender Beliebtheit, wenngleich die alkoholfreien Biersorten die rückläufigen Absatzmengen des klassischen Bieres nur teilweise kompensieren können. Auch in diesem Bereich ist die BHB Brauholding mit einigen alkoholfreien Bierspezialitäten vertreten.

Laut dem Datenportal Statista hat der inländische Absatz von alkoholfreiem Bier in den vergangenen 10 Jahren deutlich um 74,2% auf rund 403,0 Mio. Liter (zum Vgl. 2014: 240 Mio. Liter) zugelegt. Laut deren Prognosen dürfte sich der nachhaltige Aufwärtstrend in diesem Marktsegment auch in den kommenden Jahren fortsetzen und im Jahr 2027 mit einem erwarteten Absatz von rund 463 Mio. Litern ein neues Rekordniveau erreichen.

Absatz von alkoholfreiem Bier in Deutschland 2014 bis 2027 (in Mio. Liter)



Quelle: Statista; GBC AG

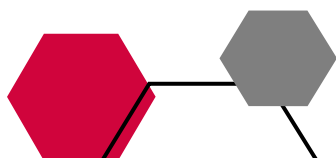
Auch bei der Produktionsmenge von alkoholfreiem Bier setzt sich der positive aufwärtsgerichtete Trend der vergangenen Jahre fort. So hat sich das Produktionsvolumen an alkoholfreien Biervarianten laut Statistischem Bundesamt von 2013 bis 2023 um 109% auf 556,3 Mio. Liter mehr als verdoppelt. Weniger dynamisch entwickelte sich die Produktion von Biermischgetränken, die im gleichen Zeitraum um 10,7 % auf 362,8 Millionen Liter (2013: 327,6 Mio. Liter) angestiegen ist.

Damit ist der Trend hin zu alkoholfreien Bieren weiterhin ungebrochen. Im Getränkehandel macht dieses Teilsegment bereits einen Anteil von ca. 9,0% am gesamten Biersegment aus. Zudem liegt das alkoholfreie Bier laut Marktstatistiken auf

Platz drei in der Beliebtheitsskala, vor dem Marktführer Pils und dem Zweitplatzierten Hellbier.

Der große Erfolg des alkoholfreien Bieres ist auch entscheidend durch die Innovationskraft der Brauereien geprägt, da die Sortenvielfalt durch die Branche in den letzten Jahren deutlich zunahm und auch der Geschmack stetig verbessert wurde. So ist Deutschland weltweit führend bei der Produktion von alkoholfreiem Bier, so dass mittlerweile mehr als 800 unterschiedliche Marken angeboten werden.

Es lässt sich also festhalten, dass BHB trotz des weiterhin rückläufigen traditionellen Bierkonsums aufgrund seines breiten Produktportfolios gut aufgestellt ist, um mit seinen zahlreichen Produkten im Bereich der alkoholfreien Biere und Erfrischungsgetränke den sich fortsetzenden Trend hin zu mehr alkoholfreien Getränken in den verschiedenen Varianten bedienen zu können. Durch die verstärkte Adressierung der alkoholfreien Marktsegmente verfügt der Konzern allgemein über ausreichendes vorhandenes Potenzial, um zukünftig organisch wachsen zu können.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG GJ 2024

GuV in Mio. €	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024
Umsatz	12,91	16,66	18,83	18,30
EBITDA	2,06	2,10	2,13	1,60
EBIT	0,60	0,58	0,44	-0,25
Nettoergebnis	0,36	0,35	0,24	-0,29

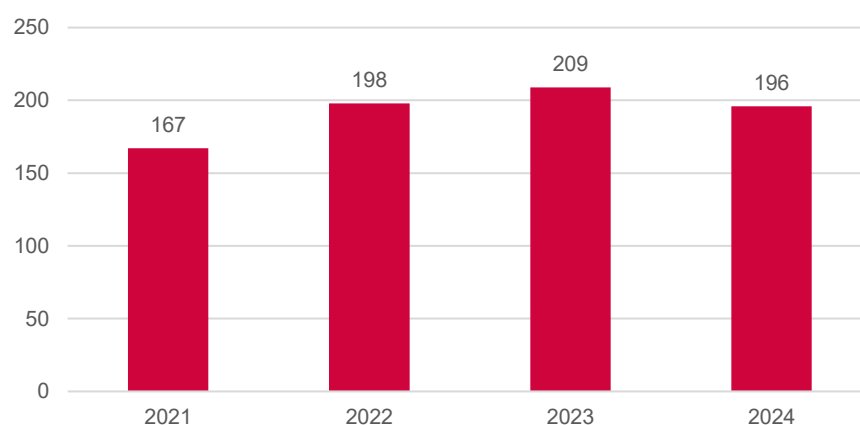
Quelle: BHB; GBC AG

Umsatzentwicklung GJ 2024

Das vergangene Geschäftsjahr 2024 war vor allem geprägt von herausfordernden Rahmenbedingungen (hohe Inflation, schwache Konjunktur etc.) und einer schwierigen Marktlage (Konsumflaute, hohe Sparquote der Haushalte etc.) sowie einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld (Preis- und Wettbewerbsdruck etc.).

Die Auswirkungen der Hochwasserkatastrophe im Juni 2024 waren ein zusätzlicher belastender Faktor für die Geschäftsentwicklung des Unternehmens, da hierdurch zahlreiche gastronomische Betriebe und Getränkeabholmärkte erheblich beeinträchtigt waren. In Anbetracht dessen verzeichnete die Gesellschaft einen rückläufigen Getränkeabsatz im Vergleich zum Vorjahr um 6,3% auf 196.000 Hektoliter (VJ: 209.000 Hektoliter), welcher damit leicht unterhalb der prognostizierten Bandbreite (199.500 bis 220.500 Hektoliter) des Unternehmens lag.

Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in tHl) der BHB-Gruppe

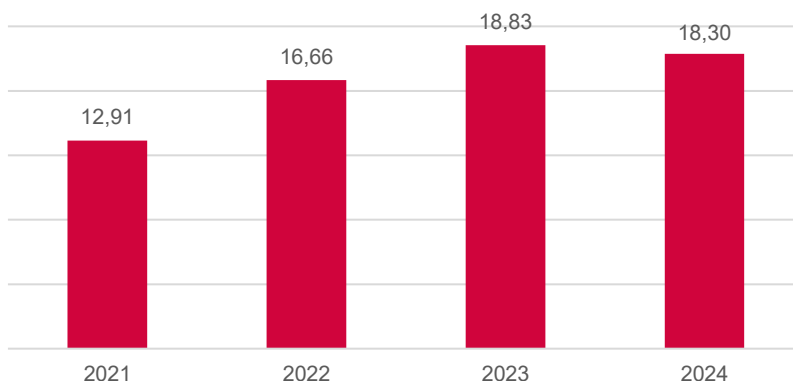


Quelle: BHB; GBC AG

Der von BHB erzielte Gesamtabatz beinhaltet sowohl die Eigenproduktion als auch den Getränkeabsatz im Rahmen des Handelsgeschäfts. Der Absatz der eigenproduzierten Getränke (HERRNBRAU Biere und Bernadett Brunnen AfG) war im Vergleich zum Vorjahr um 7,5% rückläufig.

In Bezug auf die Vertriebskanäle hat die BHB-Brauereigruppe ihren Gesamtabatz im Bereich der Gastronomie um 1,1% gesteigert, wohingegen im Handel national ein Gesamtabatzminus von 10,2% verzeichnet wurde. Auch im Export-Geschäftsbereich, der im Wesentlichen die Geschäftsaktivitäten mit den EU-Ländern Italien, Polen, Rumänien und Skandinavien umfasst, musste ein rückläufiger Gesamtexportabsatz um -9,2% hingenommen werden. Ausschließlich der bedeutendste Exportmarkt Italien erzielte stattdessen ein Absatzplus von 2,7%.

Entwicklung der Umsatzerlöse der BHB-Gruppe (in Mio. €)



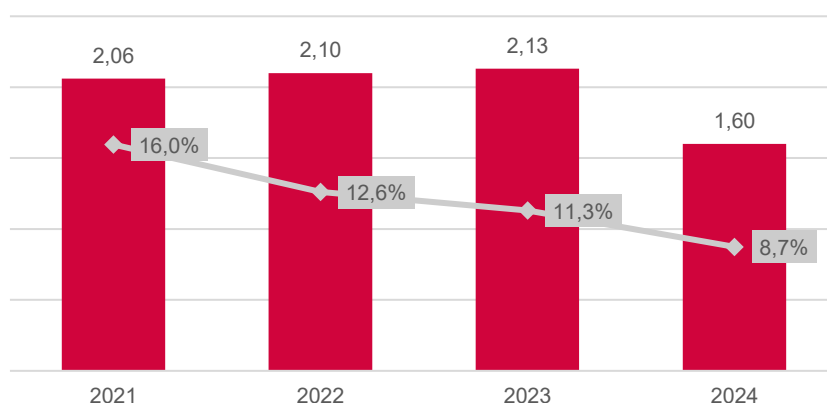
Quelle: BHB; GBC AG

Analog zum Getränkeabsatz sind die erwirtschafteten Brutto-Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr leicht um 2,8% auf 18,30 Mio. € (VJ: 18,83 Mio. €) gesunken. Die kommunizierte Umsatzguidance mit einer Bandbreite von 18,15 Mio. € bis 20,06 Mio. € wurde somit am unteren Ende der kommunizierten Spanne erreicht. Hauptursächlich für die rückläufige Umsatzentwicklung der BHB-Gruppe waren niedrigere Getränkeabsätze im Handel und Sondergeschäft. Dagegen haben sich vorgenommene Preisanpassungen beim gesamten Getränkesortiment umsatz erhöhend ausgewirkt.

Ergebnisentwicklung GJ 2024

Parallel zu den leicht gesunkenen Umsatzerlösen hat die BHB-Gruppe auch auf allen Ergebnisebenen eine rückläufige Ertragsentwicklung verzeichnet. So sank das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr um 24,9% auf 1,60 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €) und lag damit signifikant unterhalb der von der BHB herausgegebenen Ergebnisguidance (EBITDA von 2,22 Mio. € bis 2,41 Mio. €).

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €) und der EBITDA-Marge (in %)



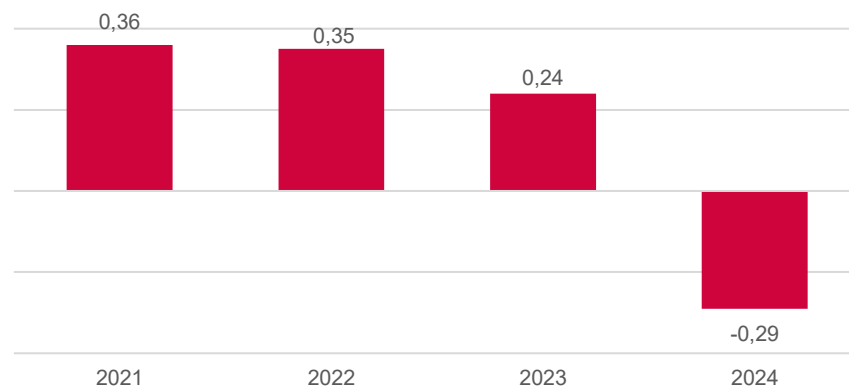
Quelle: BHB; GBC AG

Bedingt durch das geringere (Getränke-)Absatzvolumen und damit verbundene schwächere Skaleneffekte (geringere Fixkostendegression) und allgemein höhere Kostenbelastungen auf der Beschaffungsseite, die über durchgeführte Preisanpassungen nicht vollumfänglich an die Kunden weitergegeben werden konnten, sank die EBITDA-Marge deutlich auf 8,7% (VJ: 11,3%).

Die geringere operative Ertragskraft resultiert hierbei einerseits aus einer auf 57,9% (VJ: 59,2%) gesunkenen Rohertragsmarge, die wiederum die nur zum Teil weitergegebenen Kostenanstiege an die Endkunden und die weiterhin hohe Materialaufwandskostenbelastungen (Materialaufwands-Quote in 2024: 39,2% vs. 39,0% in 2023) widerspiegelt.

Zum anderen wirkten sich auch gestiegenen Personalaufwendungen um 5,1% auf 5,57 Mio. € (VJ: 5,30 Mio. €) ergebnismindernd aus. Diese resultierten aus tarifvertraglichen Entgeltanpassungen beim Mitarbeiterstamm. Dagegen konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 3,43 Mio. € (VJ: 3,70 Mio. €) reduziert werden und haben sich damit eher ertragserhöhend ausgewirkt.

Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: BHB; GBC AG

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten wurde ein negatives Nettoergebnis in Höhe von -0,29 Mio. € erzielt, welches damit unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 0,24 Mio. €) lag. Dieses wurde vor allem beeinflusst durch deutlich angestiegene Zinsaufwendungen (Zinsaufwand in 2024: 0,15 Mio. € vs. 0,03 Mio. € in 2023) und erhöhte planmäßige Abschreibungen (Abschreibungen in 2024: 1,85 Mio. € vs. 1,69 Mio. € in 2023). Die deutliche Zunahme der Zinsbelastung resultiert aus dem zum Teil auch kreditfinanzierten Erwerb der HBI-Beteiligung im März 2024.

Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

in Mio. €	31.12.21	31.12.22	31.12.23	31.12.24
Anteile an verbund. Unternehmen	0,25	0,25	0,24	3,09
Eigenkapital	10,70	11,05	11,13	10,65
EK-Quote	76,8%	77,1%	76,1%	64,0%
Liquide Mittel	2,24	2,58	1,44	0,25
Bankverbindlichkeiten	1,01	0,75	0,52	3,49
Nettofinanzvermögen	2,93	3,25	2,42	1,21
Operativer Cashflow	2,05	1,83	1,71	1,51
Investitions-Cashflow	-0,54	-1,21	-2,44	-5,33
Finanzierungs-Cashflow	-0,24	-0,28	-0,41	2,64

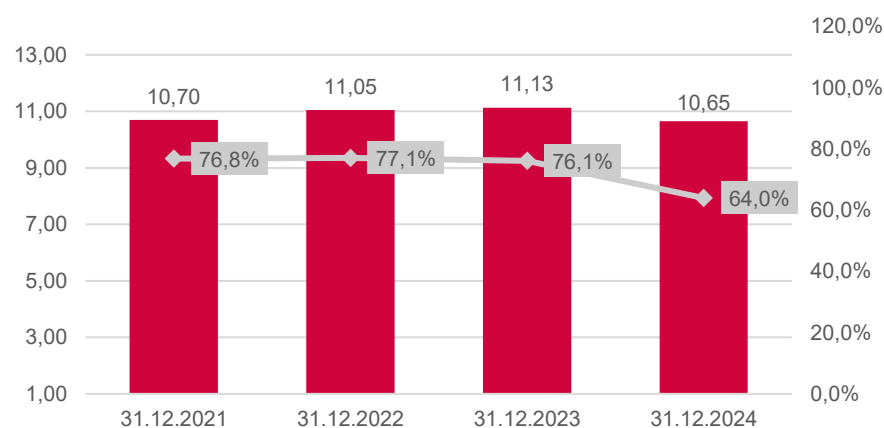
Quelle: BHB; GBC AG

Aufgrund des negativen Jahresergebnisses in der vergangenen Geschäftsperiode sank das Eigenkapital zum Bilanzstichtag 31.12.2024 leicht auf 10,65 Mio. € (31.12.2023: 11,13 Mio. €).

Bedingt durch die Rekordinvestitionen in das Anlagevermögen von über 5,00 Mio. €, wovon allein ca. 2,80 Mio. € auf die HBI-Beteiligung und ca. 1,6 Mio. € auf die neue Abfüllanlage entfielen und die dadurch anteilmäßig erhöhten Kreditverbindlichkeiten, fiel die Eigenkapitalquote zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres auf 64,0% (31.12.23: 76,1%). Dies entspricht jedoch einer weiterhin überdurchschnittlichen und soliden Eigenkapitalquote.

Die relativ stabile und hohe Eigenkapitalquote spiegelt eine starke Innenfinanzierungskraft der BHB wider, die sich in der Vergangenheit überwiegend aus den Erträgen des operativen Geschäfts finanziert. Dem für die BHB-Gruppe traditionell deutlich positiven operativen Cashflow von zuletzt 1,51 Mio. € (31.12.2023: 1,71 Mio. €) standen im vergangenen Geschäftsjahr, wie zuvor erwähnt, Rekordinvestitionen gegenüber, die auch zu einem signifikanten Anteil über eigene Mittel mitfinanziert wurden. Dementsprechend sind die liquiden Mittel zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres spürbar auf 0,25 Mio. € (31.12.2023: 1,44 Mio. €) zurückgegangen.

Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



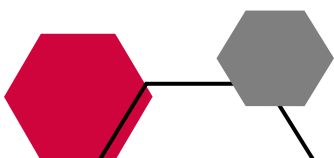
Quelle: BHB; GBC AG

Infolge der starken Investitionen in das Anlagevermögen erhöht sich der Investitions-Cashflow zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres deutlich auf -5,33 Mio.

€ (31.12.2023: -2,44 Mio. €) und bewegte sich damit wesentlich unter dem Vorjahresniveau.

Ungeachtet des investitionsbedingten Rückgangs der liquiden Mittel verfügt die BHB-Gruppe zum Ende des vergangenen Geschäftsjahres über ein solides Nettofinanzvermögen von 1,21 Mio. € (31.12.2023: 2,42 Mio. €).

Mit dem Erwerb von 35,0% der Anteile an der HBI Immobilien GmbH für 2,80 Mio. €, der zu einem signifikanten Anstieg des Bilanzpostens „Anteile an assoziierten Unternehmen“ auf 3,09 Mio. € (31.12.2023: 0,24 Mio. €) geführt hatte, hat sich die Substanz der BHB deutlich erhöht, was sich entsprechend auch in einer wesentlichen Erhöhung der Bilanzsumme zum Stichtag 31.12.2024 auf 16,66 Mio. € (31.12.2023: 14,63 Mio. €) widerspiegelt hat.



Geschäftsentwicklung 1. HJ 2025

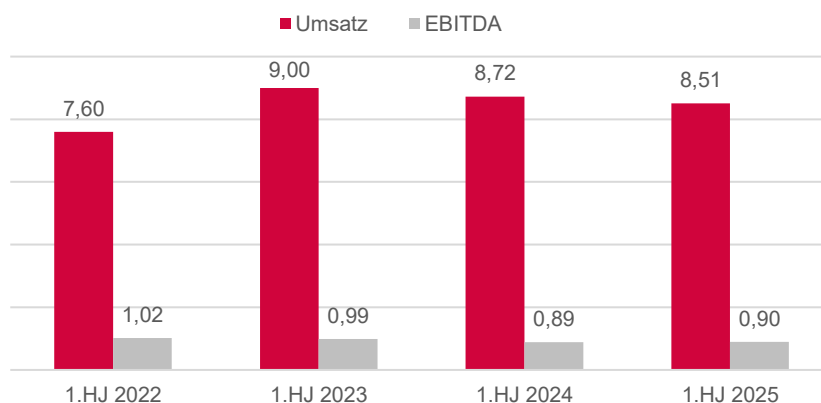
GuV in Mio. €	1. HJ 2022	1. HJ 2023	1. HJ 2024	1. HJ 2025
Umsatz	7,60	9,00	8,72	8,51
EBITDA	1,02	0,99	0,89	0,90
Nettoergebnis	0,22	0,18	0,06	0,03

Quelle: BHB; GBC AG

Basierend auf dem kürzlich veröffentlichten Halbjahresbericht 2025 hat BHB trotz des herausfordernden Umfelds und der schwierigen Branchenlage in den ersten sechs Monaten des aktuellen Geschäftsjahres eine solide Geschäftsentwicklung verzeichnet. So bewegte sich der Gesamtgetränkeabsatz im ersten Geschäftshalbjahr, der die Eigenproduktion und den Absatz im Handelsgeschäft enthält, mit 96.000 abgesetzten Hektolitern auf dem Niveau des Vorjahreszeitraums (1. HJ 2024: 96.000 Hektoliter).

Analog hierzu beliefen sich die erwirtschafteten Umsatzerlöse mit 8,51 Mio. € ebenfalls nahezu auf dem Vorjahresniveau (1. HJ 2024: 8,72 Mio. €). Entsprechend konnte die BHB-Gruppe eine stabile Getränkenachfrage über alle Vertriebskanäle (Handel, Gastronomie & Export) hinweg verzeichnen.

Performance der BHB-Gruppe im Halbjahresvergleich (in Mio. €)



Quelle: BHB; GBC AG

Parallel zur robusten Erlösentwicklung konnte, basierend auf einer leicht verbesserten Rohertragsmarge auf 60,2% (1. HJ 2024: 59,1%) und einer stabilen Fixkostenentwicklung, ein EBITDA in Höhe von 0,90 Mio. € erzielt werden, welches sich damit auf dem Niveau des Vorjahreszeitraums (1. HJ 2024: 0,89 Mio. €) bewegt hat. Hieraus ergab sich eine leicht verbesserte EBITDA-Marge von 10,6% (1. HJ 2024: 10,2%).

Auf Nettoebene wurde ein positives Halbjahresergebnis von 0,03 Mio. € erwirtschaftet, welches damit nur leicht unterhalb des Vorjahresniveaus (1. HJ 2024: 0,06 Mio. €) lag.

PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2024	GJ 2025e	GJ 2026e	GJ 2027e
Umsatz	18,30	18,62	19,16	19,75
EBITDA	1,60	2,07	2,17	2,34
EBIT	-0,25	0,36	0,49	0,71
Nettoergebnis	-0,29	0,14	0,23	0,39

Quelle: BHB; GBC AG

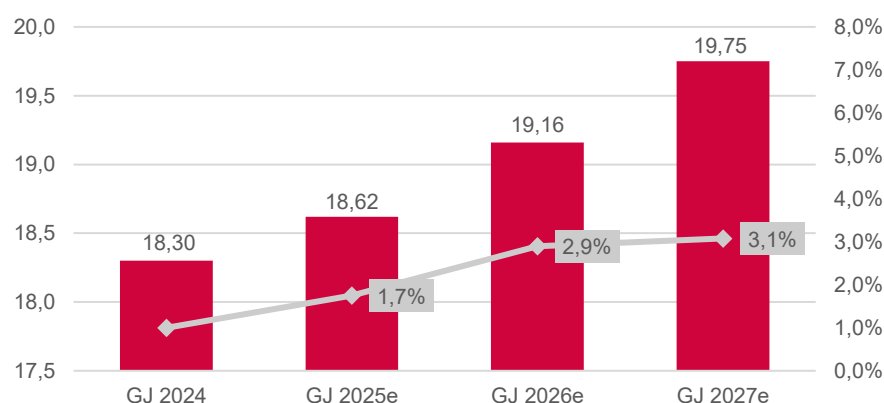
Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit der kürzlichen Veröffentlichung ihrer Halbjahreszahlen, die weitgehend im Rahmen der Management-Erwartungen lagen, hat die BHB-Gruppe ebenfalls seine bisherige Unternehmensguidance für das laufende Geschäftsjahr 2025 bestätigt. Hiernach rechnet die Brauerei-Gruppe weiterhin mit einem Gesamtgetränkeabsatz von etwa 200.000 Hektolitern mit einer Prognosen-Bandbreite von +5,0%/-5,0%. Basierend auf dem geplanten Gesamtgetränkeabsatz peilt die Gesellschaft für die aktuelle Geschäftsperiode Brutto-Umsatzerlöse (Erlöse inkl. Biersteuer) in Höhe von 18,50 Mio. € an, auch dies verbunden mit einer Prognosebandbreite von +5,0%/-5,0%. Entsprechend stellt die BHB-Gruppe hinsichtlich des laufenden Geschäftsjahres Bruttoumsatzerlöse zwischen 17,58 Mio. € bis 19,43 Mio. € in Aussicht.

Analog zur bekräftigten Umsatzguidance erwarten wir angesichts der positiven Halbjahresperformance, die im Rahmen unserer Erwartungen lag, und dem traditionell stärkeren zweiten Geschäftshalbjahr für das aktuelle Geschäftsjahr 2025 unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 18,62 Mio. € und entsprechend einen leichten Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr (VJ: 18,30 Mio. €).

In Bezug auf die beiden darauffolgenden Geschäftsjahre 2026 und 2027 rechnen wir weiterhin mit moderaten Umsatzzuwächsen auf dann 19,16 Mio. € (erwartetes Umsatzplus gegenüber dem Vorjahr: 2,9%) bzw. 19,75 Mio. € (erwartetes Umsatzplus gegenüber dem Vorjahr: 3,1%).

Erwartete Umsatzentwicklung der BHB-Gruppe (in Mio. €)



Quelle: BHB; GBC AG

Als Hauptwachstumstreiber hierfür sollte sich der weitere Ausbau der klassischen Vertriebskanäle (Handel, Gastronomie, Export) der BHB-Gruppe mit zusätzlichen Distributionspunkten erweisen. Schon im vergangenen Geschäftsjahr ist es BHB im Gastronomiebereich gelungen, eine ganze Reihe von neuen Kunden im

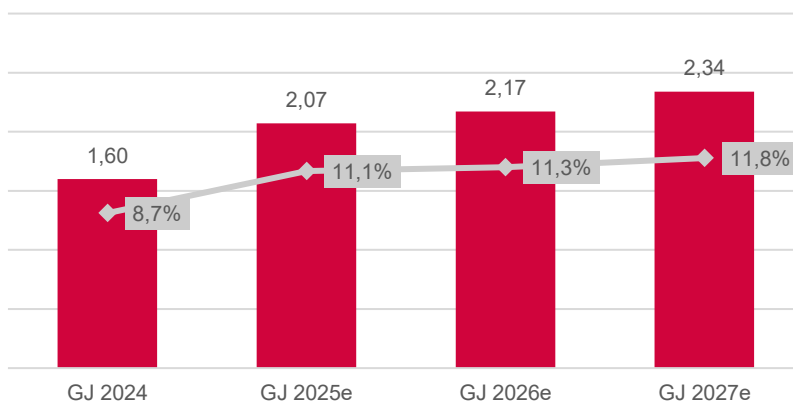
Großraum Ingolstadt, Regensburg und München als Neukunden zu gewinnen. Daneben wurden rund 500 Veranstaltungen wie Volksfeste und Musik-Festivals mit Getränken beliefert. Auch im Export-Geschäftsfeld sehen wir weiteres signifikantes Wachstumspotenzial, welches gehoben werden sollte. Bereits jetzt ist Italien der zweitwichtigste Absatzmarkt der Brauerei-Gruppe neben dem Heimatmarkt Deutschland.

Daneben sollten sich auch künftige erwartete leichte Preisanpassungen beim BHB-Getränkportfolio aufgrund von prognostizierten Kostensteigerungen bei den Inputfaktoren (u.a. Entgelt-Tarifierhöhungen) und auf den Beschaffungsmärkten (v.a. Rohstoff- und Energiekosten) unter dem Strich positiv auf die erwartete Umsatzentwicklung in den kommenden Geschäftsjahren auswirken.

Weiteres zusätzliches Wachstumspotenzial könnte sich aus Fusionen- und Übernahmen (sog. M&As) und strategischen Kooperationen ergeben, welches wir bisher nicht in unseren Schätzungen berücksichtigt haben (zusätzliches Upside-Potenzial). Laut eigenen Angaben sieht der BHB-Konzern im Bereich der Akquisitionen und Kooperationen unverändert gute Wachstumschancen für das Unternehmen.

Parallel zur bekräftigten Umsatzguidance, die im Mittel einen erwarteten leichten Umsatzzanstieg auf 18,50 Mio. € vorsieht, rechnet das BHB-Management ergebnisseitig unverändert für das aktuelle Geschäftsjahr mit einem EBITDA in etwa von 2,10 Mio. € und entsprechend mit einer EBITDA-Marge von rund 11,5%, wobei auch hier verbunden mit einer Prognosebandbreite von +0,5%/-0,5%. Folglich geht die BHB-Gruppe von einem EBITDA von 1,93 Mio. € bis 2,33 Mio. € aus. Gleichzeitig wird unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungseffekten mit einem EBIT von bis etwa 0,40 Mio. € gerechnet.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (Mio. € / %)

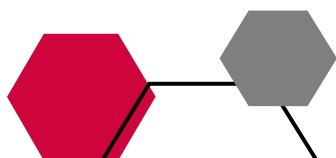


Quelle: BHB; GBC AG

Angesichts unserer beibehalten Umsatzschätzungen und der soliden Halbjahres-ergebnisentwicklung und des bekräftigten Ausblicks des BHB-Konzerns bestätigen wir auch unsere Ergebnisschätzungen für das aktuelle Geschäftsjahr und auch für die Folgejahre. Hinsichtlich des laufenden Geschäftsjahres rechnen wir somit weiterhin mit einem EBITDA von 2,07 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €) und entsprechend mit dem Erreichen der mittleren Ergebnisprognosebandbreite. Die prognostizierte deutliche (operative) Margenerholung auf eine EBITDA-Marge von 11,1% (VJ: 8,7%) sollte v.a. durch erwartete geringere Kostenbelastungen auf den Beschaffungsmärkten (erwartete Rohmargenverbesserung) und durch eine moderat verbesserte Fixkostenstruktur erreicht werden können. Mit Bekanntgabe der

Halbjahreszahlen hat das BHB-Management bereits (weitere) gezielte Maßnahmen zur Verbesserung der Ertragslage angekündigt. Für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2026 und 2027 kalkulieren wir, basierend auf weiteren erwarteten Kostenoptimierungen und einsetzenden Skaleneffekten, mit signifikanten EBITDA-Zuwächsen auf dann 2,17 Mio. € bzw. 2,34 Mio. €. Gleichzeitig sollte sich die EBITDA-Marge weiter auf 11,3% (GJ 2026) bzw. 11,8% (GJ 2027) verbessern können.

Basierend auf unseren unveränderten Umsatz- und Ergebnisschätzungen erhöhen wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 3,40 € (bisher: 3,25 €) je Aktie. Unserer Kurszielerhöhung resultiert hierbei primär aus dem sog. eingetretenen „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das GJ 2026, statt bisher GJ 2025). In Bezug auf das aktuelle Kursniveau vergeben wir damit weiterhin das Rating „Kaufen“.



Bewertung

Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2025 bis 2027 in Phase 1, erfolgt von 2028 bis 2032 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,9% angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,0% 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 2,0%.

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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50%.

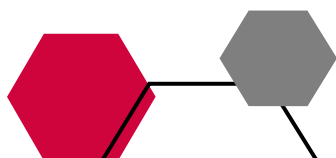
Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,89.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,37% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,37%.

Bewertungsergebnis

Unsere Kurszielerhöhung auf 3,40 € (zuvor: 3,25 €) resultiert primär aus dem turnusmäßig eintretenden sog. „Roll-Over-Effekt“ und der damit verbundenen neuen Kurszielbasis 31.12.2026 (bisher: 31.12.2025).



DCF Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	
Umsatz	18,62	19,16	19,75	20,15	20,55	20,96	21,38	21,81	
Umsatzwachstum	1,7%	2,9%	3,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	2,07	2,17	2,34	2,39	2,44	2,48	2,53	2,59	
EBITDA-Marge	11,1%	11,3%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	
EBITA	0,36	0,49	0,71	0,76	0,86	0,94	1,01	1,08	
EBITA-Marge	1,9%	2,6%	3,6%	3,8%	4,2%	4,5%	4,7%	4,9%	4,2%
NOPLAT	0,24	0,34	0,48	0,52	0,59	0,65	0,70	0,74	
Working Capital (WC)	2,92	2,99	3,04	3,10	3,17	3,23	3,29	3,36	
Anlagevermögen (OAV)	7,24	6,94	6,72	6,51	6,37	6,28	6,22	6,20	
Investiertes Kapital	10,16	9,93	9,76	9,61	9,54	9,50	9,52	9,56	
Kapitalrendite	2,4%	3,3%	4,9%	5,4%	6,2%	6,8%	7,3%	7,8%	6,8%
EBITDA	2,07	2,17	2,34	2,39	2,44	2,48	2,53	2,59	
Steuern auf EBITA	-0,11	-0,16	-0,23	-0,24	-0,27	-0,29	-0,31	-0,33	
Veränderung OAV	-1,39	-1,38	-1,41	-1,42	-1,44	-1,45	-1,47	-1,49	
Veränderung WC	-0,25	-0,07	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,07	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,32	0,57	0,65	0,67	0,67	0,68	0,69	0,70	8,56

Entwicklung Kapitalkosten

risikolose Rendite	2,50%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	7,37%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	6,00%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	7,37%

Ermittlung fairer Wert

	GJ 25e	GJ 26e
Wert operatives Geschäft	8,69	8,76
Barwert expliziter FCFs	3,49	3,18
Barwert Continuing Value	5,20	5,58
Nettoschulden	-1,37	-1,79
Wert des Eigenkapitals	10,06	10,55
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,06	10,55
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,25	3,40

Sensitivitätsanalyse

		WACC				
		6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
Kapitalrendite	6,3%	3,48	3,34	3,22	3,10	3,01
	6,6%	3,59	3,44	3,31	3,19	3,09
	6,8%	3,70	3,54	3,40	3,28	3,17
	7,1%	3,81	3,64	3,50	3,37	3,25
	7,3%	3,92	3,74	3,59	3,45	3,33

ANHANG

I. Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die jeweilige Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet. Ist dies der Fall, so ist dies bei der jeweiligen Studie entsprechend der Notationen angegeben.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.
oder
3. Werden die Studien nicht durch die Emittentin beauftragt, erfolgt die Erstellung der Studien auftragsunabhängig. Die Erstellung erfolgt ebenfalls ohne Beeinflussung durch Dritte.
4. Der Researchreport wird weitreichend verfügbar gemacht und allgemein zugänglich veröffentlicht und nicht nur exklusiv an bestimmte Kunden und Investoren verteilt. Somit ist die Researchstudie ebenfalls als „geringfügige Nicht-Monetäre Zuwendung“ einzustufen und somit MiFID II compliant.

II. §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 anderen 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: <https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

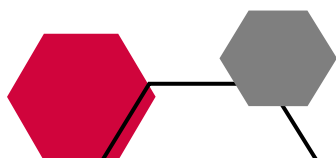
Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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 den 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar: <https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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.

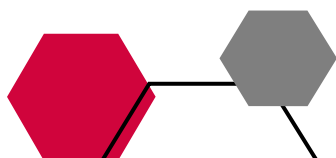
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (1, 5a, 5b, 7, 11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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) a) 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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent



- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienerstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.
- (11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)
- (12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

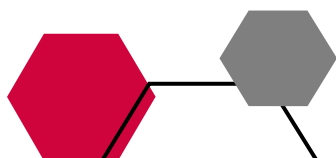
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb der 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 & INVESTMENTANALYSEN -

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