



## **Researchstudie (Anno)**

### **BHB Brauholding Bayern-Mitte AG**



**Geschäftsjahr 2023 erfolgreich abgeschlossen**

**Ergebnisentwicklung leidet unter starkem Kostendruck**

**Positiver Geschäftsausblick für das Geschäftsjahr 2024**

**Kursziel: 3,50 € (bisher: 3,51 €)**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

**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“**

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 16.05.2024 (12:30 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 16.05.2024 (13:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

## BHB Brauholding Bayern-Mitte AG\*5a,11

**Rating: Kaufen**  
**Kursziel: 3,50 €**  
**(bisher: 3,51 €)**

Aktueller Kurs: 2,66  
15.05.2024 / MCH / 8:00

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CRQD6  
WKN: A1CRQD  
Börsenkürzel: B9B  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,10  
Marketcap<sup>3</sup>: 8,25  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 5,83  
<sup>3</sup>in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 59,2 %

Transparenzlevel:  
m:access

Marktsegment:  
Freiverkehr

Rechnungslegung:  
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Marcel Schaffer  
schaffer@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

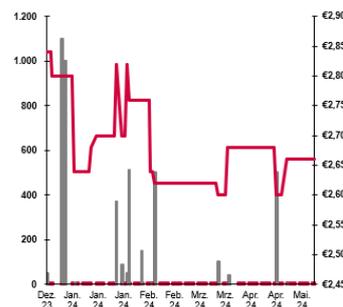
Fokus: Bier und alkoholfreie Getränke

Mitarbeiter: 73,2 (Stand 31.12.2023)

Gründung: 1882

Firmensitz: Ingolstadt

Vorstand: Franz Katzenbogen, Gerhard Bonschab



Die geschäftlichen Aktivitäten der BHB Brauholding Bayern-Mitte AG (im Folgenden BHB Brauholding AG) erstrecken sich auf die Wahrnehmung von Verwaltungs- bzw. Holdingfunktionen, während der Kern des operativen Geschäftsbetriebs in ihrer Tochtergesellschaft, der Herrnbräu GmbH, ausgeübt wird. Das Kerngeschäft der Herrnbräu GmbH liegt in der Eigenproduktion und dem Vertrieb von Bieren und alkoholfreien Getränken. Herrnbräu ist eine insbesondere 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.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatz	18,83	19,36	19,90	20,46
EBITDA	2,10	2,34	2,42	2,52
EBIT	0,44	0,53	0,57	0,65
Jahresüberschuss	0,24	0,36	0,39	0,46

Kennzahlen in EUR	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Gewinn je Aktie	0,08	0,12	0,13	0,15
Dividende je Aktie	0,06	0,06	0,07	0,08

Kennzahlen	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
EV/Umsatz	0,31	0,30	0,29	0,28
EV/EBITDA	2,77	2,49	2,41	2,31
EV/EBIT	0,41	0,53	0,57	0,65
KGV	34,36	22,91	21,14	17,93
KBV	0,74			

### Finanztermine

28.06.2024: Hauptversammlung  
07.08.2024: Halbjahresbericht 2024

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
16.08.2023: RS / 3,51 / KAUFEN  
10.05.2023: RS / 3,40 / KAUFEN  
04.07.2022: RS / 3,90 / KAUFEN  
05.05.2022: RS / 3,90 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die BHB konnte das Geschäftsjahr 2023 mit einem Umsatz- und Absatzplus erfolgreich abschließen. Dabei haben alle Vertriebskanäle einen positiven Umsatz- und Absatzbeitrag geleistet. Insgesamt konnte eine Steigerung des Gesamtgetränkeabsatzes von 198,4 tHl auf 209,0 tHl erzielt werden, was einer Steigerung von +5,5 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der Gesamtabsatz umfasst dabei sowohl die Eigenproduktion als auch den Getränkeabsatz im Rahmen des Handelsgeschäfts. Letztlich erzielte die BHB Umsatzerlöse in Höhe von 18,83 Mio. € (2022: 16,66 Mio. €), was einer Umsatzsteigerung von +13,1% entspricht. Damit hat das Unternehmen die Umsatzprognose am oberen Ende der Unternehmensguidance (Prognosebandbreite in Mio. €: 16,02 bis 19,58) erreicht.
- Das im Geschäftsjahr 2023 erwirtschaftete EBITDA lag mit 2,10 Mio. € (Vorjahr: 2,10 Mio. €) auf dem Niveau des Vorjahres. Dabei führten gestiegene Beschaffungspreise zu einer erhöhten Kostenbelastung, was sich in einem Anstieg der Materialaufwandsquote von 36,9 % auf 39,0 % wiederfindet. Folglich sank die EBITDA-Marge von 12,6% auf 11,1%. Das Nachsteuerergebnis lag mit 0,24 Mio. € (VJ: 0,35 Mio. €) unter Vorjahresniveau. Dennoch schlägt die BHB auch für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 wieder eine Dividendenausschüttung an die Aktionäre vor. Demnach wird die BHB auf der diesjährigen Hauptversammlung am 28.06.2024 eine Gewinnausschüttung in Höhe von 0,19 Mio. € bzw. 0,06 € je Aktie vorschlagen, wie aus der Corporate News vom 20.03.2024 hervorgeht. Dies würde einer Ausschüttungsquote von 79,2 % (Vorjahr: 43,2 %) entsprechen.
- Für das Geschäftsjahr 2024 erwartet die BHB, aufgrund des weiterhin herausfordernden Branchen- und Marktumfeldes, in etwa ein gleichbleibendes Absatzniveau, jedoch höhere Getränke-Umsatzerlöse basierend auf bereits vorgenommenen Preisanpassungen. Konkret erwartet die Gesellschaft daher für das laufende Geschäftsjahr 2024 Bruttoumsatzerlöse in Höhe von 19,10 Mio. €. Bereinigt um die Biersteuer in Höhe von 0,7 Mio. € wird mit Nettoumsatzerlösen in Höhe von 18,40 Mio. € kalkuliert, auch hier mit einer Prognosebandbreite von +5% / -5%. Die BHB prognostiziert somit einen Nettoumsatz in einer Bandbreite von 18,15 Mio. € bis 20,06 Mio. €. Somit ist die Gesellschaft in Bezug auf die operative Geschäftsentwicklung 2024 positiv gestimmt.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2024 rechnen wir mit einem Bruttoumsatz in Höhe von 19,36 Mio. €. Damit liegt unsere Umsatzschätzung innerhalb der Prognosebandbreite der BHB Brauholding. Analog zur positiven Umsatzprognose erwarten wir für das Geschäftsjahr 2024 ein EBITDA in Höhe von 2,34 Mio. € (EBITDA-Marge: 12,1 %), was ebenfalls innerhalb der Guidance liegt, die eine EBITDA-Marge in Höhe von 12,1 % in Aussicht stellt. Für die Folgejahre erwarten wir ein EBITDA in Höhe von 2,42 Mio. € im Jahr 2025 und in Höhe von 2,52 Mio. € im Jahr 2026. Perspektivisch erwarten wir insbesondere aufgrund von Skaleneffekten eine Verbesserung der Profitabilität. Dementsprechend wird für die Schätzzahre 2025 und 2026 davon ausgegangen, dass sich die bereits eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen sowie Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung positiv auf die zukünftige Ergebnis- und Margenentwicklung auswirken werden.
- Einerseits wirkt sich die Einbeziehung des Schätzzahres 2026 und somit die höhere zukünftige Umsatzbasis für die Stetigkeitsphase kurserhöhend aus. Dem steht jedoch ein marktbedingter Anstieg des risikolosen Zinssatzes auf 2,50 % (bisher: 2,00 %) gegenüber, wodurch sich die Kapitalkosten erhöht haben. Die beiden kursbeeinflussenden Effekte gleichen sich weitgehend aus, so dass sich ein nahezu unverändertes Kursziel von 3,50 € (alt: 3,51 €) ergibt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

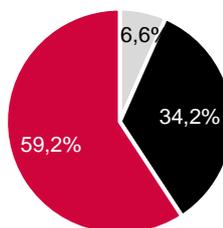
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Organisationsstruktur .....	4
Übersicht Markenportfolio .....	5
Historie – Qualitätsbrauerei mit langer Tradition .....	6
Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit .....	6
Bierqualität erneut prämiert .....	7
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>8</b>
Biermarkt Deutschland .....	8
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>10</b>
Kennzahlen im Überblick .....	10
Geschäftsentwicklung GJ 2023 .....	11
Umsatzentwicklung GJ 2023 .....	11
Ergebnisentwicklung GJ 2023 .....	12
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	14
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>15</b>
Umsatzprognosen .....	15
Ergebnisprognosen .....	16
Bewertung .....	17
Modellannahmen .....	17
Bestimmung der Kapitalkosten .....	17
Bewertungsergebnis .....	17
DCF-Modell .....	18
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

Aktionäre	Anteil
Management der BHB Brauholding AG	6,6%
HBI Immobilien GmbH	34,2%
Streubesitz	59,2%

Quelle: BHB, GBC AG



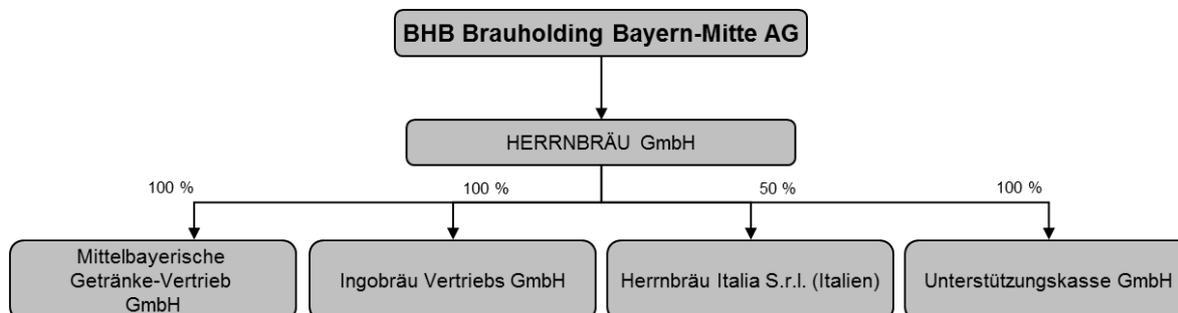
- Management BHB Brauholding AG
- HBI Immobilien GmbH
- Streubesitz

In der Aktionärsstruktur der BHB hat sich zum Ende des Geschäftsjahres 2023 eine relevante Veränderung ergeben. Gemäß Corporate News vom 19.12.2023 hat die HBI Immobilien GmbH (kurz: HBI) eine regionale Investorengruppe mit Sitz in Ingolstadt 34,2 % der Firmenanteile (rund 1,06 Mio. Aktien) von der BBI Bürgerliches Brauhaus übernommen. Der wirtschaftliche und rechtliche Übergang der Anteile erfolgte fristgerecht im ersten Quartal 2024. Damit stellt die HBI nun eine wichtige Säule in der Aktionärsstruktur der BHB dar.

### Organisationsstruktur

Die BHB Brauholding Bayern-Mitte AG fungiert als Konzernobergesellschaft. 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%-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 Brauereigesellschaft mbH, die dem Vertrieb und der Logistik von Getränken dient.

## Übersicht Markenportfolio

Die BHB verfügt über ein umfangreiches sowie 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.



### Auszug Markenportfolio



Quelle: BHB, GBC AG

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-, 30 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 Bier-Spezialitäten 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 Weißbier Hell, das Herrnbräu Hefe Weißbier Dunkel, das Altbairisch Weizen sowie das Herrnbräu Premium Pils mit der Gold Medaille ausgezeichnet.



Quelle: BHB



Quelle: BHB

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.

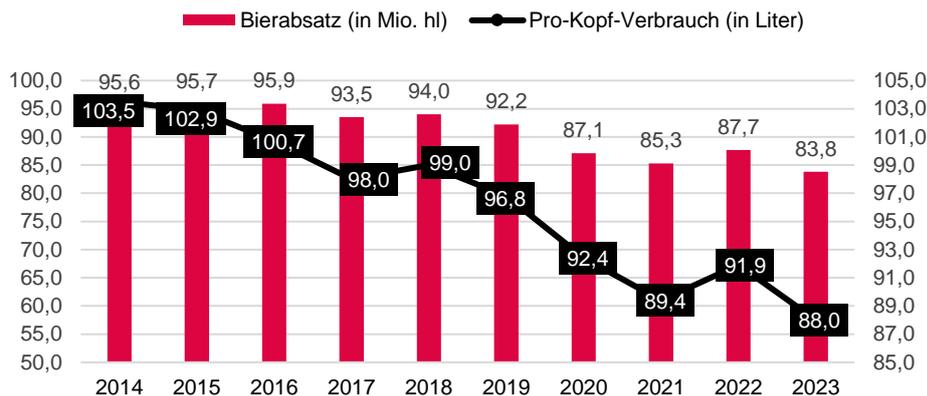
## MARKT UND MARKTUMFELD

Die BHB-Gruppe hat sich als traditioneller bayerischer Bierspezialist mit Fokus auf Weißbierspezialitäten etabliert. So umfasst das aktuelle Markenportfolio 10 Weißbierspezialitäten, 30 untergärige Bierspezialitäten und vier Biermischgetränke. Darüber hinaus bietet das Unternehmen eine breite Produktpalette im Bereich Mineralwasser und alkoholfreie Erfrischungsgetränke (16 Sorten) an.

### 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 und Österreicher vor den Deutschen. Allerdings sind sowohl der Bierabsatz als auch der durchschnittliche Pro-Kopf-Verbrauch in Deutschland in den letzten Jahren kontinuierlich zurückgegangen. Mögliche Ursachen für diesen Rückgang könnten ein gestiegenes Bewusstsein und eine verbesserte Aufklärung über die negativen Folgen des Alkoholkonsums sein. Laut Deutschem Brauer-Bund sank der Bierabsatz in Deutschland im Zeitraum 2014 bis 2023 kontinuierlich von 95,6 Millionen Hektolitern auf 83,8 Millionen Hektoliter im Jahr 2023.

#### Entwicklung des Bierabsatzes (in Mio. Hektoliter) und Pro-Kopf-Verbrauch (in Liter) in Deutschland



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

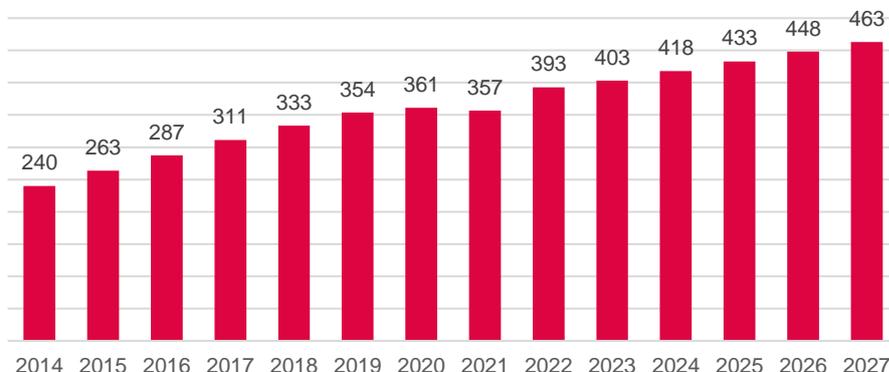
Der monatliche Bierabsatz in Deutschland unterliegt auch im Jahresverlauf 2023 erheblichen Schwankungen. Erkennbar ist ein saisonaler Verlauf mit einem starken Anstieg des Bierabsatzes in den Sommermonaten und im Frühjahr sowie einem Rückgang des Bierabsatzes in den Herbst- und Wintermonaten.

Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes setzten die in Deutschland ansässigen Brauereien und Bierlager im Jahr 2023 insgesamt rund 8,3 Milliarden Liter Bier ab. 82,8 % des gesamten Bierabsatzes sind dem Inlandsverbrauch zuzurechnen und wurden in Deutschland versteuert. Der Inlandsabsatz ist gegenüber dem Vorjahr um 4,2 % auf 6,9 Mrd. Liter gesunken. Steuerfrei (Export und so genannter Eigenverbrauch) wurden 1,4 Milliarden Liter Bier abgesetzt, 5,9 % weniger als 2022. Davon gingen rund 784 Millionen Liter (-2,6 %) in EU-Länder und gut 646,7 Millionen Liter (-9,6 %) in Nicht-EU-Länder.

Biermischgetränke und alkoholfreie Biere erfreuen sich in Deutschland neben dem normalen Bier wachsender Beliebtheit. Auch in diesem Bereich ist die BHB Brauholding mit einigen Sorten vertreten. Die Entwicklung des Absatzes von alkoholfreiem Bier in Deutschland zeigt die folgende Grafik, die auf Daten von Statista basiert. Es ist ein stetiger Aufwärtstrend seit 2014 mit 239,97 Mio. Litern bis 2023 mit 402,98 Mio. Litern zu erkennen. Dies entspricht einem Wachstum von 67,9 % in 10 Jahren. Nach Schätzungen von Statista

dürfte sich der nachhaltige Aufwärtstrend auch in den kommenden Jahren fortsetzen und könnte im Jahr 2027 einen Absatz von 462,98 Mio. Litern 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 Trend nach oben fort. Seit 2012 hat sie sich laut Statistischem Bundesamt auf 474 Mio. Liter im Jahr 2022 fast verdoppelt. Ebenfalls dynamisch entwickelte sich die Produktion von Biermischgetränken, die im gleichen Zeitraum um 23,9 % von 324,8 Millionen Liter auf 402,7 Millionen Liter gestiegen ist.

Ähnlich wie beim alkoholhaltigen Bier ist hier aber der Ausstoß in den letzten beiden Jahren rückläufig. Für die 1.500 Brauereien in Deutschland könnte 2024 ein besseres Jahr werden als das vergangene. Der steuerpflichtige Absatz verzeichnete im Januar bereits ein Plus von 2,3 %. Das Jahr 2024 beginnt also bereits positiv. Hinzu kommen im Sommer mehrere Großereignisse wie die Olympischen Spiele sowie die besonders wichtige Fußball-Europameisterschaft im eigenen Land. Insgesamt gehen Branchenexperten von einer positiven Entwicklung im Jahr 2024 aus.

Es lässt sich also festhalten, dass die BHB trotz des rückläufigen Bierkonsums aufgrund seines breiten Produktportfolios gut aufgestellt ist und mit zahlreichen Produkten im Bereich der alkoholfreien Erfrischungsgetränke den sich abzeichnenden Trend hin zu mehr alkoholfreien Erfrischungsgetränken sowie Biermischgetränken bedienen kann, um den veränderten Verbraucherwünschen gerecht zu werden und letztlich am Konsumwachstum zu partizipieren.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
<b>Umsatzerlöse (brutto)</b>	<b>16,66</b>	<b>18,83</b>	<b>19,36</b>	<b>19,90</b>	<b>20,46</b>
Biersteuer	-0,65	-0,65	-0,70	-0,78	-0,80
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>16,01</b>	<b>18,19</b>	<b>18,66</b>	<b>19,12</b>	<b>19,66</b>
Bestandsveränderung	0,07	0,22	0,00	0,00	0,00
Aktiviertete Eigenleistungen	0,02	0,04	0,00	0,00	0,00
Sonstige betriebliche Erträge	0,19	0,03	0,00	0,00	0,00
Materialaufwand	-6,15	-7,35	-7,24	-7,35	7,53
<b>Rohergebnis</b>	<b>10,14</b>	<b>11,13</b>	<b>11,42</b>	<b>11,77</b>	<b>12,12</b>
Personalaufwand	-4,82	-5,30	-5,40	-5,57	-5,73
Abschreibungen	-1,55	-1,70	-1,72	-1,66	-1,60
sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,20	-3,70	-3,68	-3,78	-3,89
<b>EBIT</b>	<b>0,58</b>	<b>0,44</b>	<b>0,53</b>	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>
Erträge aus Ausleihungen des Finanzvermögens	0,03	0,03	0,01	0,01	0,01
Ergebnis aus Beteiligungen an assoziierten Unternehmen	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwendungen	-0,02	-0,01	0,00	0,00	0,00
<b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,57</b>	<b>0,44</b>	<b>0,53</b>	<b>0,57</b>	<b>0,65</b>
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	-0,18	-0,16	-0,17	-0,19	-0,20
sonstige Steuern	-0,05	-0,05	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,35</b>	<b>0,24</b>	<b>0,36</b>	<b>0,39</b>	<b>0,46</b>
EBITDA	2,10	2,10	2,34	2,42	2,52
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>12,6%</i>	<i>11,2%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,3%</i>
EBIT	0,55	0,41	0,53	0,58	0,65
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>3,3%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,2%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,11	0,08	0,12	0,13	0,15
Dividende je Aktie in €	0,05	0,06	0,06	0,07	0,08
Aktienzahl in Mio. Stück	3,10	3,10	3,10	3,10	3,10

Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung GJ 2023

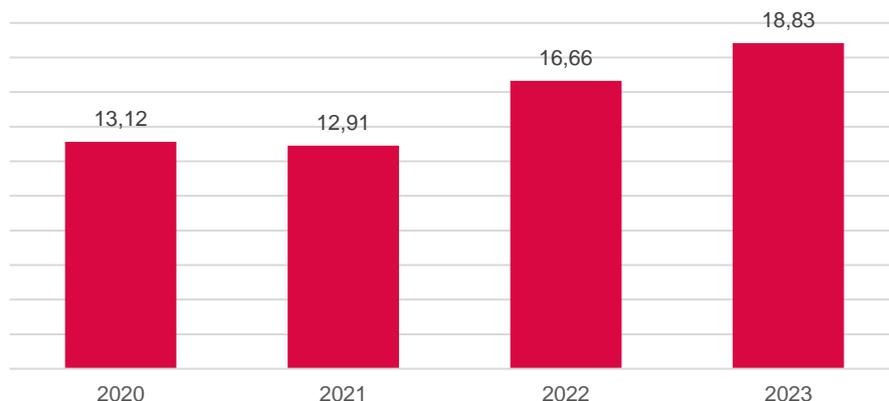
GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse (Brutto, inkl. Biersteuer)	12,91	16,66	18,83
EBITDA	2,06	2,10	2,10
EBITDA-Marge	15,9%	12,5%	11,2%
EBIT	0,60	0,58	0,44
EBIT-Marge	4,6%	3,5%	2,4%
Jahresüberschuss	0,36	0,35	0,24
EPS in €	0,12	0,11	0,08

Quelle: BHB, GBC AG

## Umsatzentwicklung GJ 2023

Im Geschäftsjahr 2023 erwirtschaftete die BHB Umsatzerlöse in Höhe von 18,83 Mio. € (2022: 16,66 Mio. €), was einer Umsatzsteigerung von +13,1% entspricht. Die Umsatzprognose wurde somit an der oberen Skala der Prognosebandbreite (Umsatzprognosebandbreite in Mio. €: 16,02 bis 19,58) erreicht. Die positive Umsatzentwicklung wurde dabei trotz angespannter wirtschaftlichen Gesamtlage sowie rückläufigen Bierkonsums beziehungsweise angespannter Konsumentenlaune erzielt. Demnach spiegelt der erneute Anstieg der Umsatzerlöse nach den schwierigen von der Pandemie geprägten Geschäftsjahren 2020 und 2021 die Erholung der operativen Geschäftsentwicklung wider.

## Entwicklung der Umsatzerlöse (in Mio. €)

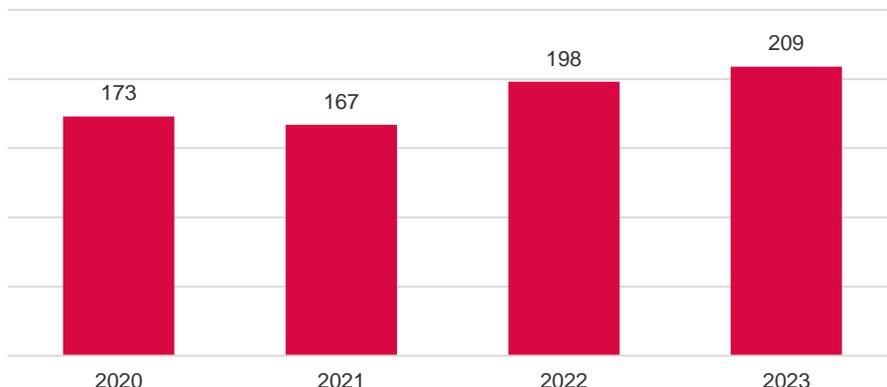


Quelle: BHB, GBC AG

Analog zum Umsatzplus ist es der BHB gelungen, auch Absatzzuwächse zu generieren. Diese bilden die Grundlage für die positive Geschäftsentwicklung im Geschäftsjahr 2023. Konkret wurde eine Getränke-Absatzsteigerung von 198 thl auf 209 thl erzielt, was einem Absatzplus von +5,5% entspricht. In diesem Zusammenhang umfasst der Gesamtabsatz sowohl die Eigenproduktion als auch den Getränkeabsatz im Rahmen des Handelsgeschäfts. Betrachtet man die Absatzentwicklung, unterteilt nach Vertriebskanal, so stieg der Absatz der eigenproduzierten Getränke (HERRNBRÄU Biere und Bernadett Brunnen AfG) im Vergleich zum Vorjahr um +5,6 %. Im Bereich des Getränkeabsatzes der Handelswaren (Bier und alkoholfreie Getränke) konnte eine Absatzsteigerung von +4,3 % erzielt werden.

Insgesamt ist zu konstatieren, dass im Geschäftsjahr 2023 alle Vertriebskanäle ein Absatzplus erzielt haben und somit einen positiven Umsatzbeitrag geleistet haben. Im Bereich Handel national wurde ein Gesamt-Absatzplus von +2,4% erzielt. Der Getränkeabsatz über das Gastronomiegeschäft stieg um +5,5%.

### Entwicklung des Gesamt-Getränke-Absatzes (in tHl)



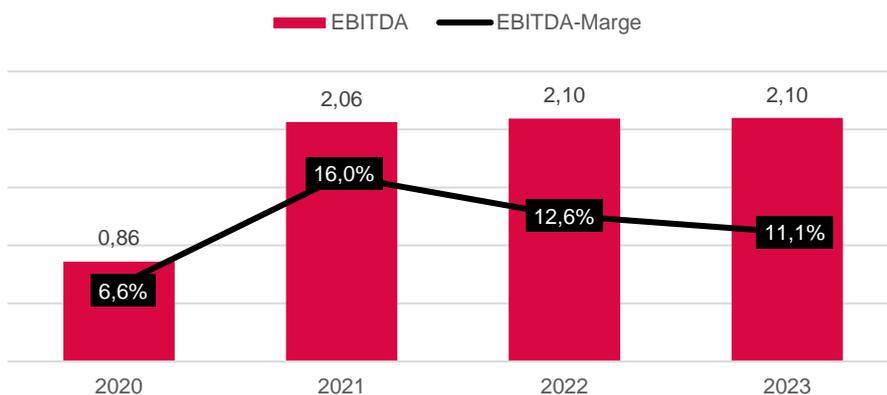
Quelle: BHB, GBC AG

Insbesondere das Exportgeschäft konnte sowohl beim Absatz als auch beim Umsatz deutliche Zuwächse in Höhe von +19,9% verzeichnen. Zu den wichtigsten Exportmärkten der BHB zählen dabei insbesondere die EU-Länder wie Italien, Polen, Rumänien sowie Skandinavien. Damit wird deutlich, dass das Exportgeschäft der BHB eine wichtige Absatz- und Umsatzsäule darstellt und neben dem regionalen Fokus auch ausländische Märkte mit der Produktvielfalt der BHB adressiert werden. Letztlich leisteten alle Vertriebskanäle einen signifikanten Beitrag zur positiven Umsatz- und Absatzentwicklung im Geschäftsjahr 2023.

### Ergebnisentwicklung GJ 2023

Im Vergleich zum Umsatzanstieg lag das EBITDA mit 2,10 Mio. € (VJ: 2,10 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Das EBITDA liegt dabei im Rahmen der Unternehmensprognose (Prognosebandbreite: 1,87 Mio. € bis 2,27 Mio. €), allerdings ist das Margenniveau aufgrund der erhöhten Kostenbelastung von 12,6% auf 11,1% gesunken.

### Entwicklung bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und bereinigte EBITDA-Marge (in %)



Quelle: BHB, GBC AG\* EBITDA bereinigt um den positiven Sondereffekt in Form der Corona-Überbrückungshilfen

Die konstante Entwicklung des EBITDA ist auf die erhöhten Beschaffungspreise zurückzuführen. Dies hat zu einem überproportionalen Anstieg der Materialaufwendungen um 19,5 % auf 7,35 Mio. € (VJ: 6,15 Mio. €) geführt. Die Materialaufwandsquote lag dabei mit 39,0 % (VJ: 36,9 %) deutlich oberhalb des Vorjahreswertes bzw. des historischen Durchschnitts.

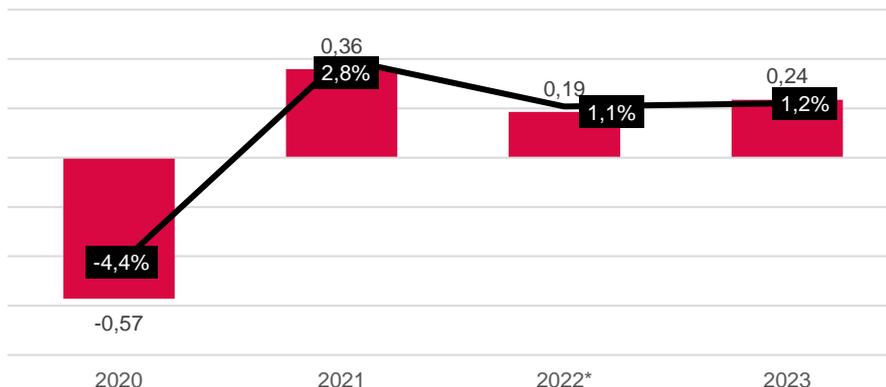
Neben den gestiegenen Umsatzkosten weist die BHB auch in den anderen Kostenpositionen Steigerungen auf.

Dabei ist insbesondere der Anstieg der Personalaufwendungen um 10,0 % auf 5,30 Mio. € (VJ: 4,82 Mio. €) zu nennen. Dieser ist im Wesentlichen auf eine Einmalzahlung an die Belegschaft in Form einer Inflationsausgleichsprämie sowie tarifbedingter Lohnerhöhungseffekte zurückzuführen. Darüber hinaus erhöhten sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen um 15,7 % auf 3,70 Mio. € (VJ: 3,20 Mio. €), hier insbesondere aufgrund gestiegener Frachtkosten sowie gesteigener Aufwendungen für Fremdleistungen (Leergutsortierung, bedarfsgerechte ausländische Verpackung).

Angesichts der in Summe gestiegenen Materialaufwendungen, des höheren Personalaufwands sowie der höheren sonstigen Aufwendungen ist die konstante Entwicklung des operativen Ergebnisses als Erfolg zu werten.

Das Nachsteuerergebnis lag mit 0,24 Mio. € (Vorjahr: 0,35 Mio. €) leicht unter dem Vorjahresniveau. Allerdings gilt es zu berücksichtigen, dass im Jahresergebnis des Geschäftsjahres 2022 ein positiver Sondereffekt (Billigungsleistung des Bundes in Form der Corona-Überbrückungshilfen) enthalten ist. Bereinigt um diesen Sondereffekt in Höhe von 0,17 Mio. € hätte die BHB im Geschäftsjahr 2022 ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,19 Mio. € und damit im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 einen Ergebnisanstieg ausgewiesen.

**Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €) und der Netto-Marge (in %)**



Quelle: BHB, GBC AG\* Ergebnis bereinigt um Sondereffekte i.H.v. 0,17 Mio. €

Nach der pandemiebedingten Aussetzung der Dividendenausschüttung für die Geschäftsjahre 2020 und 2021 plant die BHB, analog zum Geschäftsjahr 2022, für das abgelaufene Geschäftsjahr 2023 wieder eine Dividende auszuschütten. Gemäß Corporate News vom 20.03.2024 wird die BHB auf der diesjährigen Hauptversammlung am 28.06.2024 eine Gewinnausschüttung in Höhe 0,19 Mio. € beziehungsweise von 0,06 € je Aktie vorschlagen. Dies würde einer Ausschüttungsquote von 79,2% (Vorjahr: 43,2%) entsprechen. Auf Basis des aktuellen Kurses entspricht dies einer Dividendenrendite von 2,4 %.

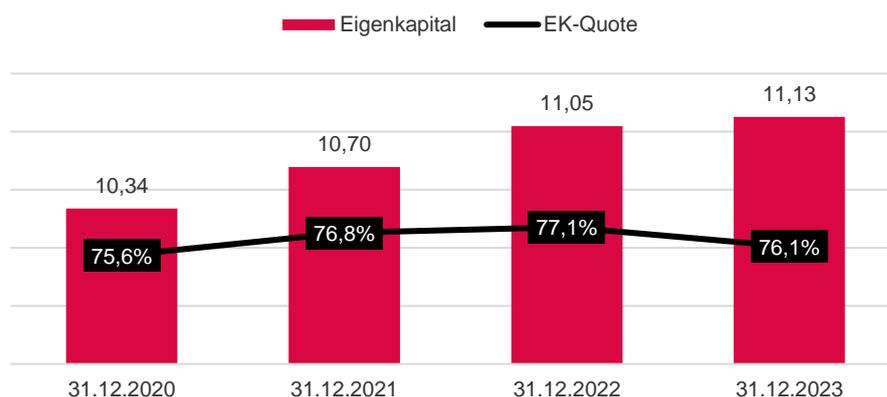
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23
Eigenkapital	10,34	10,70	11,05	11,13
EK-Quote (in %)	75,6%	76,8%	77,1%	76,1%
Net Working Capital	1,90	1,76	2,51	2,80
Liquide Mittel	0,97	2,24	2,58	1,44
Bankverbindlichkeiten	1,23	1,01	0,75	0,52
Netto Finanzvermögen	2,06	2,93	3,25	2,42
Operativer Cashflow	0,39	2,05	1,83	1,71
Investitions-Cashflow	-0,89	-0,54	-1,21	-2,44
Finanzierungs-Cashflow	0,50	-0,24	-0,28	-0,41

Quelle: BHB, GBC AG

Das Eigenkapital legte infolge der positiven Geschäftsentwicklung auf 11,13 Mio. € (31.12.22: 11,05 Mio. €) leicht zu, was einer weiterhin hohen Eigenkapitalquote in Höhe von 76,1 % (31.12.22: 77,1%) entspricht. Die stabile Eigenkapitalquote spricht für die starke Innenfinanzierungskraft der BHB, welche sich nahezu ausschließlich aus dem operativen Geschäft finanziert.

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



Quelle: BHB, GBC AG

Neben der weiterhin sehr hohen Eigenkapitalausstattung verfügt die BHB über eine ausreichende Liquiditätsbasis. Die liquiden Mittel und Guthaben bei Kreditinstituten belaufen sich zum 31.12.2023 auf 1,44 Mio. € (31.12.2022: 2,58 Mio. €). Dem für die Gesellschaft typischen positiven operativen Cashflow in Höhe von 1,71 Mio. € (VJ: 1,83 Mio. €) stehen höhere Investitionen gegenüber, was den Rückgang der liquiden Mittel erklärt. Die Investitionen ins Anlagevermögen kletterten gegenüber dem Vorjahr deutlich und der Investitions-Cashflow lag mit -2,44 Mio. € (VJ: -1,21 Mio. €) sichtbar unter dem Vorjahreswert.

Trotz des investitionsbedingten Rückgangs der liquiden Mittel ist festzuhalten, dass die BHB stichtagsbezogen weiterhin über ein solides Nettofinanzvermögen in Höhe von 2,42 Mio. € (31.12.2022: 3,25 Mio. €) verfügt und somit die Kassenbestände und Bankguthaben die Verbindlichkeiten deutlich übersteigen. Insgesamt steht damit der hohen Eigenkapitalausstattung ein entsprechend geringer Fremdkapitalanteil in der Gesamtkapitalstruktur gegenüber.

## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse (Brutto, inkl. Biersteuer)	18,83	19,36	19,90	20,46
EBITDA	2,10	2,34	2,42	2,52
EBITDA-Marge	11,2%	12,1%	12,2%	12,3%
EBIT	0,44	0,53	0,57	0,65
EBIT-Marge	2,2%	2,7%	2,9%	3,2%
Jahresüberschuss	0,24	0,36	0,39	0,46

Quelle: GBC AG

### Umsatzprognosen

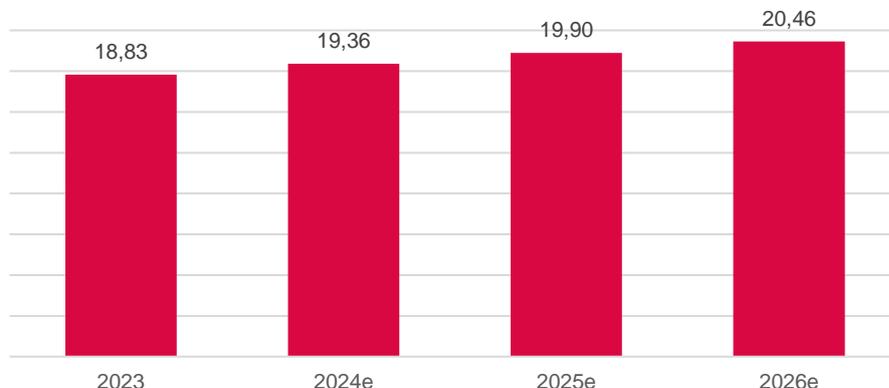
Die BHB Brauholding erwartet für das Geschäftsjahr 2024, unter Berücksichtigung des weiterhin herausfordernden Branchen- als auch Marktumfelds ein Gesamt-Getränkeabsatzplus auf 210 thl. Dies im Rahmen einer avisierten Prognosebandbreite von +5% / -5%.

In diesem Zusammenhang hat die BHB bereits im ersten Quartal 2024 erste Abgabepreiserhöhungen bei Bier und alkoholfreien Getränken umgesetzt, um den gestiegenen Beschaffungspreisen entgegenzuwirken. Allerdings können die Preissteigerung in der Beschaffung nicht vollumfänglich an die Konsumenten weitergegeben werden, was nach Angaben des BHB-Managements nicht nur eine Schwierigkeit für die BHB darstellt, sondern sich mittlerweile zu einer sektorspezifischen Herausforderung entwickelt hat.

Gemäß Umsatz-Guidance des Geschäftsberichtes 2023 erwartet das Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr 2024 Bruttoumsatzerlöse in Höhe von 19,10 Mio. €. Bereinigt um die Biersteuer in Höhe von 0,7 Mio. € wird mit einem Nettoumsatz in Höhe von 18,4 Mio. €, auch hier verbunden mit einer Prognosebandbreite von + 5%/ -5%, kalkuliert. Die BHB erwartet somit Brutto-Umsatzerlöse zwischen 18,15 Mio. € und 20,06 Mio. €.

Analog zur Umsatzguidance des Unternehmens erwarten wir im ersten Schätzzjahr 2024 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 19,36 Mio. €. Als Umsatztreiber haben wir ein weiterhin stark wachsendes Exportgeschäft sowie ein erhöhtes Absatzpotenzial durch den erwarteten höheren Bier- und Erfrischungsgetränkekonsum, nicht zuletzt durch die diesjährige Fußball-Europameisterschaft 2024 getrieben, identifiziert.

### Erwartete Entwicklung der Brutto-Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Zudem kalkulieren wir für die nachfolgenden Geschäftsjahre weiteres Umsatzwachstum ein. Dies basierend auf einem erwarteten Anstieg des Gesamt-Getränke-Absatzes in

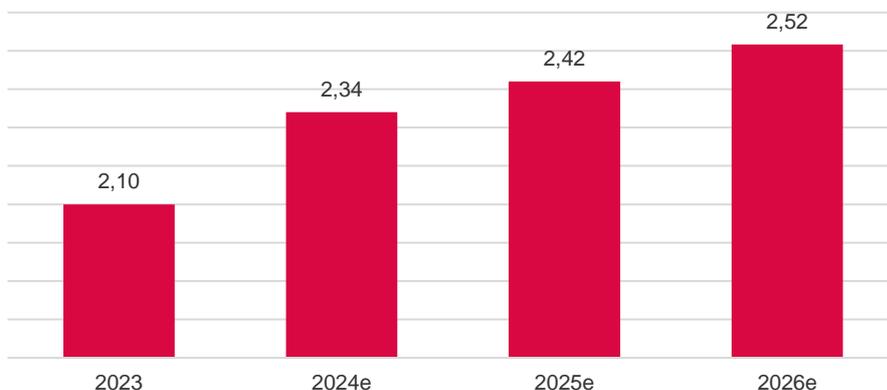
Verbindung mit einem vorteilhaften Produktpreismix und Umsatzzuwächsen über alle Vertriebskanäle hinweg. Konkret schätzen wir für das Geschäftsjahr 2025 respektive 2026 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 19,90 Mio. €, beziehungsweise 20,46 Mio. €. Daher prognostizieren wir Wachstumsraten auf Umsatzebene von jeweils +2,8%.

## Ergebnisprognosen

Unter Berücksichtigung der herausfordernden Marktbedingungen im Zuge von weiterhin hohen Beschaffungspreisen und einer rückläufigen Bierkonsumententwicklung rechnet der Vorstand der BHB Brauholding für das laufende Geschäftsjahr 2024 mit einer EBITDA-Marge in Höhe von 12,1% (GJ 2023: 11,2%), dies verbunden mit einer Prognosebandbreite zwischen 11,6% bis 12,6%. Konkret rechnet das Unternehmen somit mit einem EBITDA zwischen 2,22 Mio. € und 2,41 Mio. €.

Auf Basis der Guidance des Unternehmens erwarten wir für das Geschäftsjahr 2024 ein EBITDA in Höhe von 2,34 Mio. €, welches damit innerhalb der Prognosebandbreite des Unternehmens liegt. Demzufolge unterstellen wir eine Verbesserung der Kostenbelastung und somit niedrigere Beschaffungspreise, welche sich vorteilhaft auf die Ergebnisentwicklung auswirken würden. Für die nachfolgenden Schätzperioden gehen wir daher von einem EBITDA in Höhe von 2,42 Mio. € (Geschäftsjahr 2025) bzw. 2,52 Mio. € (Geschäftsjahr 2026) aus. Perspektivisch erwarten wir insbesondere aufgrund von Skaleneffekten eine Verbesserung der Profitabilität. Dementsprechend gehen wir für die Schätzjahre 2025 und 2026 davon aus, dass sich die bereits eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen sowie Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung positiv auf die zukünftige Ergebnis- und Margenentwicklung auswirken werden. Für die Jahre 2025 und 2026 erwarten wir daher eine EBITDA-Marge von 12,2 % bzw. 12,3 %.

### Erwartete Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Als ausschlaggebend für die zukünftige Kosten- und Profitabilitätsentwicklung der BHB ist unseres Erachtens neben dem Anstieg des Gesamt-Getränke-Absatzes auch die Eindämmung des Kostendrucks zu nennen.

## Bewertung

### Modellannahmen

Die BHB Brauholding AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,5%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,0 % (bisher: 10,50 %) 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 2,5 % (bisher: 1,5%).

### 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% (bislang: 2,00 %).**

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,89 (bisher: 0,89).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,41 % (bisher: 6,91 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,41 % (bisher: 6,91 %).

### Bewertungsergebnis

Einerseits wirkt sich die Einbeziehung des Schätzzjahres 2026 und somit die höhere zukünftige Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Bewertungsmodells kurszielerhöhend aus. Dem steht jedoch ein marktbedingter Anstieg des risikolosen Zinssatzes auf 2,50 % (bisher: 2,00 %) gegenüber, wodurch sich die Kapitalkosten auf 7,41 % (bisher: 6,91 %) erhöht haben. Die beiden kursbeeinflussenden Effekte gleichen sich weitgehend aus, so dass sich ein nahezu unverändertes Kursziel von 3,50 € (alt: 3,51 €) ergibt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## DCF-Modell

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

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	12,0%	ewige EBITA - Marge	4,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	25,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	15,4%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 30e	
Umsatz (US)	19,36	19,90	20,46	20,97	21,49	22,03	22,58	23,14	
US Veränderung	2,8%	2,8%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,77	2,88	2,99	3,16	3,32	3,46	3,60	3,73	
EBITDA	2,34	2,42	2,52	2,52	2,58	2,64	2,71	2,78	
EBITDA-Marge	12,1%	12,2%	12,3%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	
EBITA	0,53	0,57	0,65	0,80	0,92	1,02	1,12	1,21	
EBITA-Marge	2,7%	2,9%	3,2%	3,8%	4,3%	4,6%	5,0%	5,2%	4,0%
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,20	-0,25	-0,29	-0,32	-0,35	-0,38	
zu EBITA	32,0%	32,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	0,36	0,39	0,45	0,55	0,63	0,71	0,77	0,83	
Kapitalrendite	3,7%	3,9%	4,5%	5,5%	6,4%	7,2%	7,9%	8,6%	6,7%
Working Capital (WC)	2,95	3,10	3,15	3,23	3,31	3,39	3,48	3,56	
WC zu Umsatz	15,2%	15,6%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	
Investitionen in WC	-0,16	-0,15	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,99	6,90	6,85	6,64	6,48	6,36	6,27	6,20	
AFA auf OAV	-1,81	-1,84	-1,86	-1,71	-1,66	-1,62	-1,59	-1,57	
AFA zu OAV	25,9%	26,7%	27,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Investitionen in OAV	-1,81	-1,75	-1,81	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investiertes Kapital	9,94	10,00	10,00	9,87	9,79	9,75	9,75	9,77	
EBITDA	2,34	2,42	2,52	2,52	2,58	2,64	2,71	2,78	
Steuern auf EBITA	-0,17	-0,18	-0,20	-0,25	-0,29	-0,32	-0,35	-0,38	
Investitionen gesamt	-1,97	-1,90	-1,86	-1,58	-1,58	-1,58	-1,58	-1,59	
Investitionen in OAV	-1,81	-1,75	-1,81	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	-1,50	
Investitionen in WC	-0,16	-0,15	-0,05	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,20	0,33	0,45	0,69	0,71	0,74	0,78	0,82	8,43

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	8,42	8,71
Barwert expliziter FCFs	3,31	3,22
Barwert des Continuing Value	5,11	5,49
Nettoschulden (Net debt)	-2,44	-2,59
Wert des Eigenkapitals	10,87	11,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	10,87	11,31
Ausstehende Aktien in Mio.	3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>3,50</b>	3,65

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	7,4%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,4%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
6,2%	3,58	3,45	3,33	3,22	3,13
6,4%	3,68	3,54	3,42	3,31	3,21
6,7%	3,78	3,64	<b>3,50</b>	3,39	3,28
6,9%	3,89	3,73	3,59	3,47	3,36
7,2%	3,99	3,83	3,68	3,55	3,44

## 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 Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### 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:

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

#### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://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 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 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:

<http://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: (5a,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 Studiererstellung 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, Kristina Heinzlbecker, Email: heinzlbecker@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 Schaffer, Finanzanalyst (B.A.)**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. 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 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®**  
**- 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)