

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 22

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

GJ 2025 mit stabiler operativer Ergebnisentwicklung abgeschlossen, Stärkeres AfG- und Export-Business eröffnet Wachstumschancen

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

Mitarbeiter: 71 (zum 31.12.25)
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.

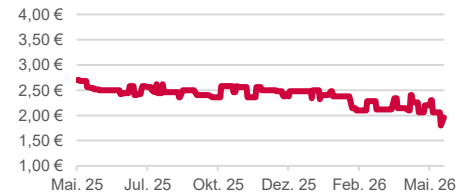
in Mio. €	GJ 24	GJ 25	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e
Umsatz	18,30	17,55	17,91	18,29	18,66
EBITDA	1,60	1,71	1,96	2,07	2,15
EBIT	-0,25	-0,05	0,30	0,46	0,60
Jahresüberschuss (EAT)	-0,29	-0,15	0,11	0,21	0,32
Gewinn je Aktie	-0,09	-0,05	0,04	0,07	0,10
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,03	0,06
EV/Umsatz	0,49	0,51	0,50	0,49	0,48
EV/EBITDA	5,59	5,23	4,56	4,32	4,16
EV/EBIT	neg.	neg.	29,80	19,43	14,90
KGV	neg.	neg.	50,73	26,57	17,44
KBV		0,53			

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 und 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 Mineralwassern sowie alkoholfreien Erfrischungsgetränken partizipiert BHB an verschiedenen Markttrends der Brauerei- bzw. Getränkebranche.
- **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: 3,15 € (bisher: 3,05 €)

Aktie und Stammdaten



Schlusskurs (Vortag)	1,96 EUR
Börsenplatz	München
ISIN	DE000A1CRQD6
WKN	A1CRQD
Aktienzahl (Mio.)	3,10
MCap (Mio. EUR)	5,58
Enterprise Value (Mio. EUR)	8,94
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

Aug. 2026 Halbjahresbericht 2026

Analysten

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

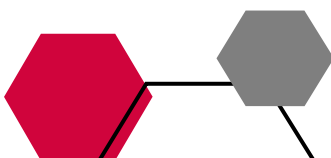
Letzter GBC Research

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
19.03.26 / RS / 3,05 / KAUFEN
09.09.25 / RS / 3,40 / KAUFEN
14.03.25 / RS / 3,25 / KAUFEN
19.08.24 / RS / 3,65 / KAUFEN
16.05.24 / RS / 3,50 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen werden

Fertigstellung: 20.05.2026 (7:46 Uhr)
Erste Weitergabe: 20.05.2026 (10:00 Uhr)

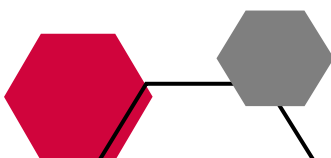
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2026

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 23



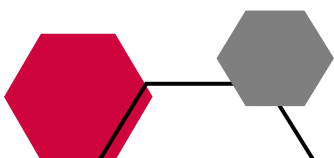
EXECUTIVE SUMMARY

- Die BHB Brauholding Bayern-Mitte (BHB) produziert qualitativ hochwertige Biere unter der Kernmarke „Herrnbräu“. Das Produktportfolio wird durch alkoholfreie Getränke und verschiedene Mineralwassersorten unter der eigenen Marke „Bernadett Brunnen“ und Fremddmarken ergänzt. Der regionale Schwerpunkt der BHB-Gruppe liegt v.a. auf Bayern und hierbei insbesondere auf dem mittelbayerischen Raum um Ingolstadt und Schrobenhausen sowie dem Raum Schwabach. Das umfangreiche Getränkeangebot wird insbesondere über die Vertriebskanäle Handel, Gastronomie und Export vermarktet.
- Das vergangene Geschäftsjahr 2025 war bei der BHB v.a. geprägt durch eine schwierige Marktlage und ein herausforderndes Umfeld. In Anbetracht dessen musste die Gesellschaft einen Absatzrückgang auf 190.000 hl (VJ: 196.000 hl) hinnehmen. Entgegengesetzt hierzu konnte der geschätzte AfG-Umsatzanteil weiter deutlich auf ca. 47,0% (VJ GBCe: ca. 40,0%) ausgebaut werden. In der Folge des Absatzrückgangs sanken ebenfalls die Bruttoumsatzerlöse auf 17,55 Mio. € (VJ: 18,30 Mio. €). Demgegenüber konnte das EBITDA dank eines robusten Rohertrages leicht auf 1,71 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €) zulegen. Auch das Nettoergebnis wurde auf -0,15 Mio. € (VJ: -0,29 Mio. €) verbessert.
- Für das aktuelle Geschäftsjahr 2026 stellt der BHB-Konzern einen moderaten Bruttoumsatzanstieg (mit einer Bandbreite von $\pm 5,0\%$) auf rund 17,90 Mio. € in Aussicht. Ergebnisseitig rechnet die Gesellschaft mit einem EBITDA von rund 1,90 Mio. € bzw. einer EBITDA-Marge von ca. 11,0% (mit einer Bandbreite von $\pm 1,0\%$).
- Analog zur Unternehmensguidance erwarten wir für das aktuelle Geschäftsjahr einen leichten Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahr auf 17,91 Mio. € (VJ: 17,55 Mio. €) und einen EBITDA-Anstieg (bzw.-Margenanstieg) auf 1,96 Mio. € (10,9%) und damit das Erreichen der mittleren Prognosebandbreite. In Bezug auf die beiden darauffolgenden Geschäftsjahre 2027 und 2028 gehen wir ebenfalls von einem leichten Umsatzanstieg auf dann 18,29 Mio. € bzw. 18,66 Mio. € aus.
- Als Haupttreiber für die erwartete künftige Ausweitung der Umsatzerlöse sehen wir primär den Ausbau der Vertriebskanäle mit zusätzlichen Distributionspunkten und die Weiterentwicklung und Stärkung des Markenportfolios im Bereich der Wachstumssegmente Biermischgetränke sowie alkoholfreie Getränke (inkl. Mineralwasser). Entsprechend rechnen wir auch zukünftig damit, dass sich der AfG-Anteil an den Gesamterlösen weiter sukzessive erhöht. Auch im Exportbusiness sollte es BHB künftig gelingen, weiteres vorhandenes Wachstumspotenzial v.a. hinsichtlich der Regionen Süd- und Osteuropa zu heben.
- In Bezug auf die operative Ergebnisentwicklung der Folgejahre 2027 und 2028 kalkulieren wir, basierend auf einem erwarteten strikten Kostenmanagement und einsetzenden Skaleneffekten, mit einem weiteren EBITDA-Anstieg auf dann 2,07 Mio. € bzw. 2,15 Mio. €. Gleichzeitig sollte sich die EBITDA-Marge weiter schrittweise verbessern können auf dann 11,3% (GJ 2027e) bzw. 11,5% (GJ 2028e). Das Geschäftsjahr 2028 haben wir erstmals mit konkreten Schätzungen in unsere Detailschätzperiode aufgenommen.
- **Basierend auf unseren Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 3,15 € (bisher: 3,05 € je Aktie) erhöht. Unsere Kurszielanhebung beruht auf dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2028 in unsere Detailschätzperiode und der damit verbundenen höheren Ausgangsbasis für die Prognosen der darauffolgenden Geschäftsjahre. In Bezug auf das aktuelle Kursniveau 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	7
Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit.....	7
HBI-Beteiligung	8
Markt und Marktumfeld.....	9
Biermarkt Deutschland.....	9
Geschäftsentwicklung GJ 2025	12
Umsatzentwicklung	12
Ergebnisentwicklung	13
Darstellung der Bilanz- und Finanzlage	15
Prognosen und Modellannahmen.....	17
Umsatz- und Ergebnisprognosen.....	17
Bewertung.....	20
DCF-Modell.....	21
Anhang.....	22



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 9 Weißbierspezialitäten, 27 untergärige Bierspezialitäten und 3 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 die alkoholfreien Getränkevarianten, die 17 verschiedene Sorten der Marke Bernadett Brunnen umfassen, bereits ca. 47,0% (GBCe) des Gesamtumsatzes der BHB-Gruppe aus, mit weiter ansteigender Tendenz. Alle angebotenen Produkte zeichnen sich durch einen hohen Reinheitsgrad und eine ausgezeichnete, mehrfach prämierte Qualität aus.

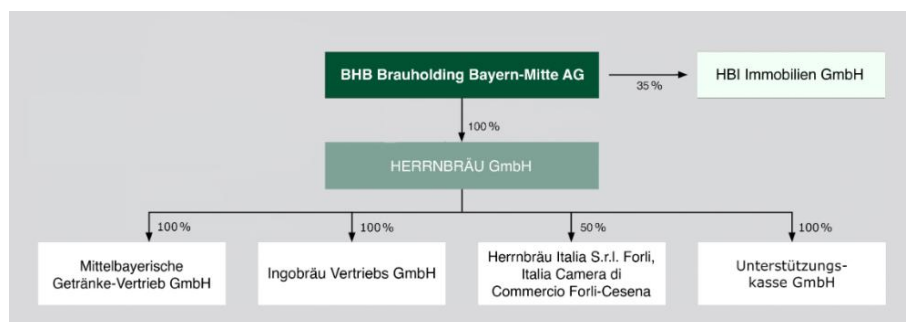
Den wesentlichen Schwerpunkt der operativen Geschäftstätigkeit bzw. der Kern des BHB-Geschäftsmodells bilden die Eigenproduktion und der Vertrieb von verschiedenen qualitativ-hochwertigen Biersorten und alkoholfreien Getränken. Daneben ist die HERRNBRÄU GmbH mit ihrem starken Vertriebsnetz auch im Handelsgeschäft mit Getränken anderer Hersteller aktiv.

Die hergestellten Produkte werden hauptsächlich über die Vertriebskanäle Handel (Fach- sowie Einzelhandel), 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 des BHB-Konzerns. Ihre Tätigkeit beinhaltet überwiegend die Wahrnehmung von strategischen Führungs-, Steuerungs- sowie Holdingfunktionen.

Darstellung der Organisationsstruktur sowie Beteiligungsverhältnisse



Quelle: BHB, GBC AG

Das operative Geschäft wird hingegen vollständig über die 100%ige Tochtergesellschaft HERRNBRÄU GmbH ausgeübt. Das Kerngeschäft der HERRNBRÄU GmbH umfasst die eigene Herstellung und den Vertrieb von Bieren und

alkoholfreien Getränkevarianten, wobei die Gesellschaft ergänzend hierzu auch im Getränkehandel mit anderen Getränkeherstellern tätig ist.

Über eine bestehende 50,0%-Beteiligung an der HERRNBÄU Italia s.r.l., Forlì (Italien) verstärkt die HERRNBÄU GmbH zudem ihre Vertriebsaktivitäten im Ausland. Diese Gesellschaft wird im Konzernabschluss nach der Equity-Methode als assoziiertes Unternehmen bilanziert.

Darüber hinaus hält die HERRNBÄU 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 innerhalb der BHB-Gruppe 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 9 Weißbierspezialitäten, 27 untergärige Bierspezialitäten und drei Biermischgetränke. Mit Bernadett Brunnen bietet die HERRNBÄU GmbH außerdem eine große Vielfalt an Mineralwasser und alkoholfreien Erfrischungsgetränken (insgesamt 17 alkoholfreie Getränke) an. Damit 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 ihrer 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 9 Weißbier-, 27 untergärige Bierspezialitäten und 3 Biermischgetränke sowie 17 alkoholfreie Getränke (verschiedene Mineralwasser und Erfrischungsgetränke).

Qualitätsanbieter mit Fokus auf Nachhaltigkeit



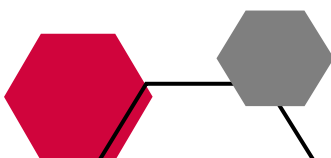
Als spezialisierte Brauerei setzt die BHB auf die beste Qualität in den Produkten. Als oberster Maßstab zählt hierbei die Zufriedenheit der Konsumenten. Für die Bierspezialitäten verwendet das Unternehmen ausschließlich hochwertige und reine Rohstoffe sowie einen eigenen Hefetyp. Das Brauwasser ist Tiefen-Jura-Wasser. 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.



Das starke Engagement der BHB-Gruppe im Bereich der Nachhaltigkeit spiegelt sich auch in der kürzlich erhaltenen Auszeichnung der Herrnbräu GmbH im Rahmen des Umwelt- und Klimapakts Bayern wider. Die Gesellschaft wurde erstmals für die erfolgreiche Einführung und Umsetzung eines Umweltmanagementsystems nach EMAS sowie eines Umweltmanagementsystems nach DIN EN ISO 14001 mit einer Urkunde geehrt.

Mit der erhaltenen Urkunde für die Mitgliedschaft beim Umwelt- und Klimapakt Bayern würdigt der Freistaat bzw. das Land Bayern das freiwillige Engagement von Firmen, die über die ohnehin geltenden gesetzlichen Anforderungen hinaus zusätzliche Maßnahmen zum Schutz von Umwelt und Klima ergreifen. Die Herrnbräu GmbH setzt mit der Einführung der international anerkannten Umweltmanagementsysteme EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) und DIN EN ISO 14001 ein deutliches Zeichen für nachhaltiges Wirtschaften und stetige Verbesserungen im betrieblichen Umweltschutz.



Bierqualität erneut prämiert – HERRNBRÄU erhält erneut Auszeichnungen



Im Zuge der internationalen Qualitätsprüfung 2025 für Bier und Biermischgetränke wurde die HERRNBRÄU GmbH vom Testzentrum Lebensmittel der DLG (Deutsche Landwirtschafts-Gesellschaft) für die hohe Qualität ihrer Bierprodukte ausgezeichnet.

So erhielten mehrere Biere der BHB-Gruppe Silber- und Goldmedaillen, darunter HERRNBRÄU Tradition, HERRNBRÄU Pils, HERRNBRÄU Weißbier dunkel sowie Altbairisch Hell. Das HERRNBRÄU Hefeweißbier Hell wurde ebenfalls mit einer DLG-Goldmedaille ausgezeichnet.



Im Rahmen der Qualitätsanalyse wurden mehr als 1.000 Biere von den DLG-Experten geprüft. Die erneuten Auszeichnungen bestätigen die hohe Qualität und Braukunst der BHB-Produkte.

Daneben wurde die HERRNBRÄU-Brauerei bereits zum siebten Mal in Folge für ihre hohe und langjährige Produktqualität ausgezeichnet.

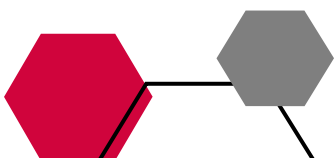
Auch auf internationaler Ebene konnte HERRNBRÄU mit seiner starken Produktqualität bei Qualitätsprüfern punkten. So erhielt das HERRNBRÄU Hefeweißbier die Auszeichnung „Bronze“ und das HERRNBRÄU Altbairisch Hell „Silber“.

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 diese BHB-Beteiligung an der HBI Immobilien GmbH betrug 2,8 Mio. € und dient v.a. der Absicherung der Geschäftstätigkeit (Sicherung strategisch bedeutsamer Immobilienstandorte) und der Stärkung der regionalen Präsenz der BHB Brauholding mit ihren bewirtschafteten Brauereigasthöfen. Zudem wurde hierdurch auch die Aktionärsbasis der BHB gestärkt (weiterer Ankeraktionär).



MARKT UND MARKTUMFELD

Die BHB-Gruppe hat sich als traditioneller bayerischer Bierspezialist mit Fokus auf hochwertige Weißbiervarianten in den regionalen Märkten um Ingolstadt, München, Regensburg, Nürnberg und Augsburg fest etabliert. So umfasst das aktuelle Markenportfolio verschiedene Weißbierspezialitäten, untergärsige Bierspezialitäten, alkoholfreie Biervarianten und auch verschiedene Biermischgetränke.

Daneben bietet das Unternehmen ebenfalls eine breite Produktpalette im Bereich des Mineralwassers und sonstigen alkoholfreien Erfrischungsgetränken an. Der Konzernumsatzanteil der alkoholfreien Getränkesorten (AfG-Segment) von BHB konnte im vergangenen Geschäftsjahr erneut auf geschätzte rund 47,0% (GBCe) zulegen. Der regionale Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des Unternehmens liegt hauptsächlich auf dem inländischen Bier- bzw. Getränkemarkt und hierbei v.a. auf dem Bundesland Bayern.

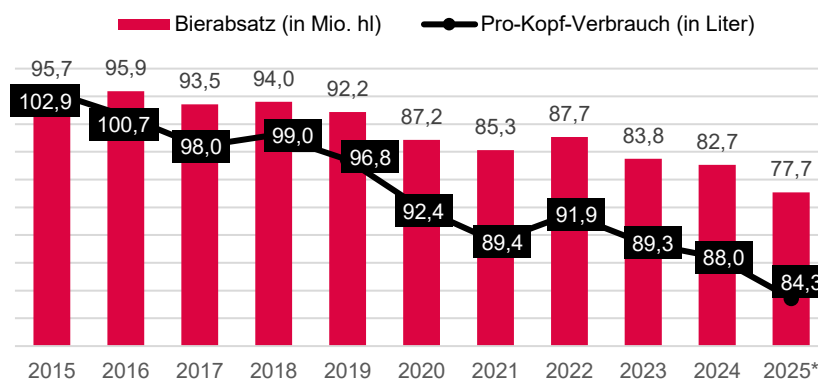
Biermarkt Deutschland

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 Konsumenten.

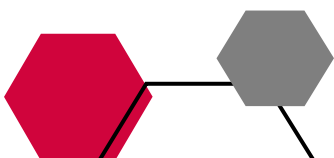
Nichtsdestotrotz handelt es sich beim deutschen Biermarkt um einen strukturell schrumpfenden Gesamtmarkt. Laut Angaben des Statistischen Bundesamts ist der Biermarkt im vergangenen Jahr signifikant um 6,0% auf 77,7 Millionen Hektoliter (VJ: 82,7 Millionen Hektoliter) gefallen und damit so stark wie nie zuvor. Mit diesem erneuten Rückgang wird ein langfristiger Trend fortgeschrieben. So wurden vor zehn Jahren noch ca. 19,0% mehr an Biervolumen in Deutschland abgesetzt (Absatz 2015: 95,7 Mio. Hektoliter). Gleichzeitig sank der jährliche Pro-Kopf-Verbrauch im vergangenen Jahr erneut auf geschätzte 84,3 Liter.

Als Hauptursachen für den rückläufigen Markt sehen Marktexperten v.a. ein gestiegenes Gesundheitsbewusstsein und ein veränderter Lebensstil der Verbraucher sowie den demografischen Wandel (alternde Gesellschaft) an. Daneben hat sich auch die seit geraumer Zeit vorherrschende "Konsumflaute" ebenfalls negativ auf die Absätze der Braubranche ausgewirkt.

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



Quelle: Deutscher Brauerei Bund e.V.; Statistisches Bundesamt; GBC AG *Absatz ohne alkoholfreie Biere



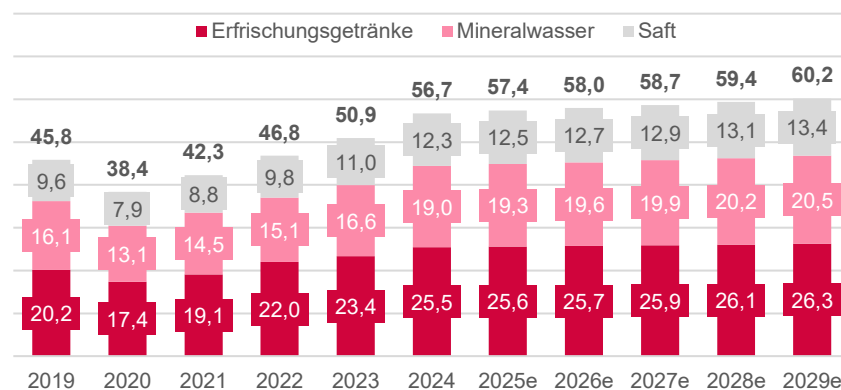
Laut Angaben des Statistischen Bundesamtes waren im vergangenen Jahr 2025 82,5% (VJ: 82,3%) des gesamten Bierabsatzes für den Inlandskonsum bestimmt und wurden versteuert. Der inländische Absatz sank im vergangenen Jahr um 5,8% auf 64,1 Millionen Hektoliter (VJ: 68,0 Millionen Hektoliter). Die übrigen 17,5% bzw. 1,4 Millionen Hektoliter wurden steuerfrei als Exportware und sog. Haustrunk abgesetzt. Der sonstige Bierabsatz reduzierte sich damit gegenüber dem Vorjahresniveau um 7,0%. Hiervon gingen 7,9 Millionen Hektoliter (-1,3% gegenüber Vorjahr) an EU-Staaten und 5,5 Millionen Hektoliter (-14,2% gegenüber Vorjahr) an Nicht-EU-Staaten und 0,1 Millionen Hektoliter (-7,2% gegenüber Vorjahr) unentgeltlich als Haustrunk an Brauereibeschäftigte.

Als Reaktion auf den strukturell rückläufigen klassischen Bierkonsum haben viele Unternehmen der Brauwirtschaft in der Vergangenheit damit begonnen, ihr Produktsortiment zu erweitern und im Zuge dessen neue Produkte bzw. Produktvarianten wie bspw. Radler und alkoholfreie Biere sowie alkoholfreie Getränke (z.B. Mineralwasser oder Mixgetränke) zu vermarkten.

Biermischgetränke und alkoholfreie Biere erfreuen sich in Deutschland im Vergleich zum traditionellen Bier wachsender Beliebtheit, wenngleich die Absätze des alkoholfreien Bieres die rückläufigen Absatzmengen des gesamten Biermarktes nur teilweise kompensieren können. Laut Angaben des Deutschen Brauer-Bundes und Daten des Marktforschungsunternehmens NielsenIQ entfielen im vergangenen Jahr bereits mehr als 10,0% des Bierumsatzes des Handels auf alkoholfreie Biere und Biermischgetränke, wobei im laufenden Jahr diese Schwelle auch beim Marktanteil erreicht werden könnte. Wegen der ansteigenden Beliebtheit dieser Biervariante ist Deutschland mittlerweile zum größten Markt für alkoholfreies Bier in Europa aufgestiegen.

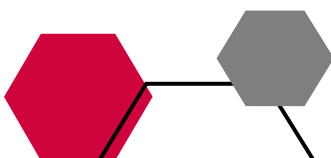
Nicht nur der Anteil der alkoholfreien Biere wächst in Deutschland stetig, sondern auch allgemein der Sektor der alkoholfreien Getränke (z.B. Säfte, Mineralwasser oder Erfrischungsgetränke). Laut Erhebungen von Statista konnte der geschätzte Umsatz mit alkoholfreien Getränken in Deutschland im Jahr 2025 erneut leicht um 1,1% auf 57,4 Mrd. € (VJ: 56,7 Mrd. €) ansteigen. Bis zum Jahr 2029 prognostizieren die Studienautoren ein durchschnittliches jährliches Marktwachstum von 1,0% (CAGR) auf ein Marktvolumen von dann 60,2 Mrd. €.

Umsatz mit alkoholfreien Getränken in Deutschland nach Segmenten (Mrd.€)

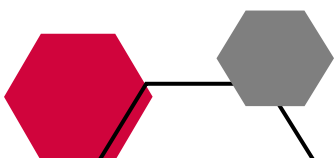


Quelle: Statista Consumer Market Insights; GBC AG

Dem Wandel innerhalb der Braubranche begegnet BHB v.a. in Form eines erweiterten und noch stärker auf die Kundenbedürfnisse zugeschnittenen Produktsortiments. Angesichts des breiten Produktportfolios ist die BHB-Gruppe gut positioniert, um mit ihren zahlreichen Produkten im Bereich der



alkoholfreien Biere und Erfrischungsgetränke den anhaltenden Trend hin zu mehr alkoholfreien Getränken bedienen zu können. Durch die verstärkte Ausrichtung auf die Marktchancen im alkoholfreien Getränkesektor sollte der sog. AfG-Anteil am Konzernumsatz auch zukünftig weiter zulegen können. Zusätzliches Wachstumspotenzial eröffnet sich weiterhin im Exportgeschäft.



GESCHÄFTSENTWICKLUNG GJ 2025

GuV in Mio. €	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024	GJ 2025
Umsatz	16,66	18,83	18,30	17,55
EBITDA	2,10	2,13	1,60	1,71
EBIT	0,58	0,44	-0,25	-0,05
Nettoergebnis	0,35	0,24	-0,29	-0,15

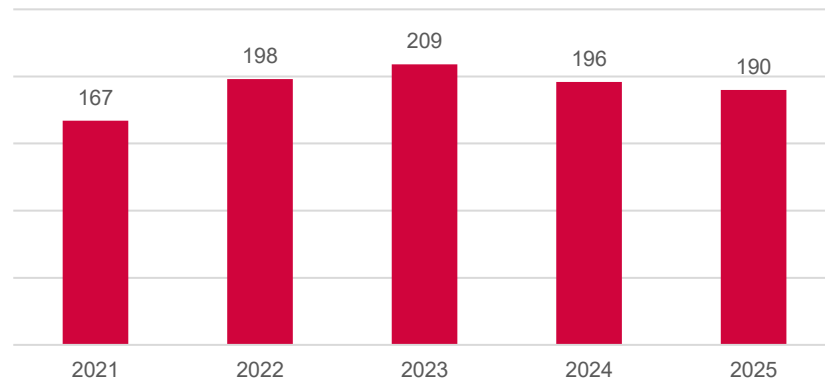
Quelle: BHB; GBC AG

Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2025 des BHB-Konzerns war insbesondere gekennzeichnet durch ein schwieriges Umfeld (hohe Inflation, schwache Konjunktur etc.) und eine herausfordernde Marktsituation (Konsumflaute, hoher Preisdruck usw.). Auch BHB konnte sich der schwierigen Marktlage und den ungünstigen Rahmenbedingungen nicht entziehen und musste im vergangenen Geschäftsjahr einen um 3,0% rückläufigen Gesamt-Getränkeabsatz auf rund 190.000 Hektoliter (VJ: 196.000 Hektoliter) hinnehmen. Dieser lag damit innerhalb der prognostizierten Bandbreite des Unternehmens (190.000 bis 210.000 Hektoliter).

Der von der Gesellschaft erzielte Gesamt-Getränkeabsatz umfasst neben der Eigenproduktion auch das Handelsgeschäft. Der Absatz der eigenproduzierten Getränke (HERRNBRÄU Biere und Bernadett Brunnen AfG) sank um 4,3%, wohingegen der Absatz mit Handelswaren (Bier und alkoholfreie Getränke) um 11,1% gesteigert wurde.

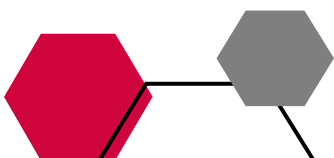
Entwicklung des Gesamt-Getränkeabsatzes (in thl) der BHB-Gruppe



Quelle: BHB; GBC AG

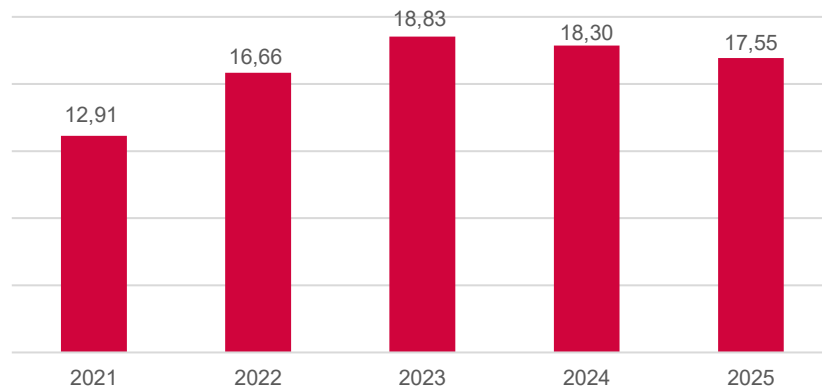
Hinsichtlich der Vertriebskanäle hat die BHB-Brauereigruppe ihren Absatz im Bereich des nationalen Handels (Einzel- und Fachhandel) um 0,7% gesteigert, währenddessen im Gastronomiebereich ein Absatzzrückgang um 0,9% verzeichnet wurde. Auch im Exportgeschäftsbereich, der hauptsächlich die Geschäftsaktivitäten mit den EU-Ländern Italien, Polen und Rumänien beinhaltet, musste v.a. aufgrund des Wegfalls von Exporten in osteuropäische Länder ein signifikanter Absatzzrückgang um 23,4% hingenommen werden. Im für BHB wichtigsten Exportmarkt Italien ging der Absatz ebenfalls bedingt durch veränderte Marktbedingungen und Konsumgewohnheiten um 4,1% zurück.

Parallel zum rückläufigen Gesamt-Getränkeabsatz sind ebenfalls die erzielten (Brutto-)Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr moderat um 4,1% auf 17,55 Mio. € (VJ: 18,30 Mio. €) gesunken. Umsatzstabilisierend sollte sich hierbei der weitere



Ausbau des AfG-Geschäftsbereichs mit einem geschätzten Umsatzzuwachs auf 8,25 Mio. € (VJ: AfG-Umsatz GBCe: 7,32 Mio. €) erwiesen haben. Entsprechend gehen wir auch davon aus, dass der AfG-Gesamtumsatzanteil weiter auf geschätzte ca. 47,0% (VJ: AfG-Umsatzanteil GBCe: ca. 40,0%) ausgebaut wurde. Damit hat BHB seine kommunizierte Umsatzguidance am unteren Ende der Prognospanne (Umsatz von 17,5 Mio. € bis 19,4 Mio. €) erreicht.

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



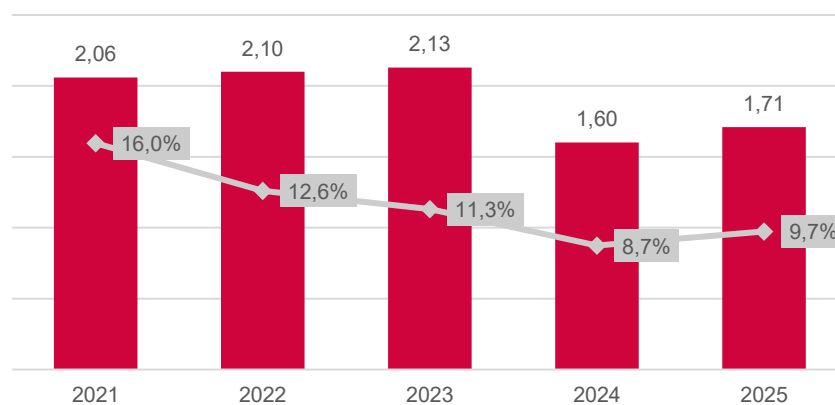
Quelle: BHB; GBC AG

Ergebnisentwicklung

Entgegen der rückläufigen Umsatzentwicklung hat die BHB-Braugruppe, dank einer verbesserten Rohertragsmarge und eines strikten Kostenmanagements, auf allen Ergebnisebenen deutliche Verbesserungen erreicht.

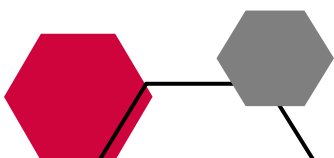
Konkret wurde der Rohertrag mit 10,40 Mio. €, trotz geringerer erwirtschafteter Umsatzerlöse, v.a. aufgrund von gesunkenen Materialaufwendungen (Materialaufwand 2025: 6,90 Mio. € vs. Materialaufwand 2024: 7,17 Mio. €) nahezu auf Vorjahresniveau (VJ: 10,60 Mio. €) gehalten. Gleichzeitig verbesserte sich die Rohertragsmarge signifikant auf 59,3% (VJ: 57,9%).

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



Quelle: BHB; GBC AG

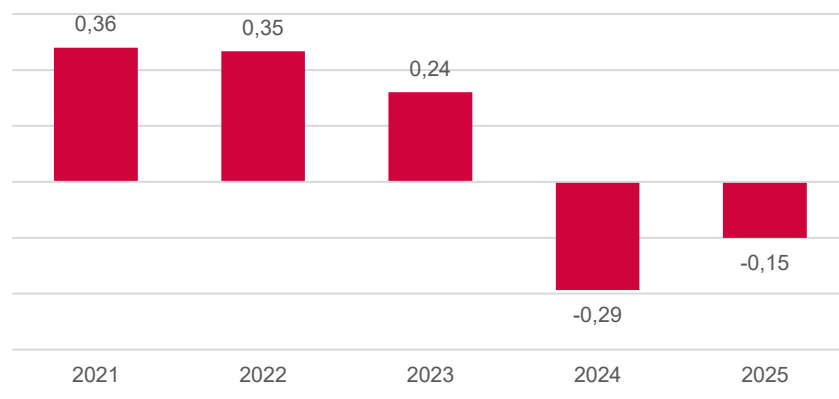
Neben dem rückläufigen Materialaufwand konnte auch der angefallene Personalaufwand gegenüber dem Vorjahresniveau deutlich auf 5,46 Mio. € (VJ: 5,57 Mio. €) reduziert werden.



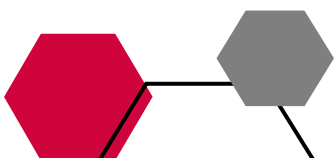
Entsprechend wurde daher in Summe das EBITDA im Vergleich zum Vorjahr moderat auf 1,71 Mio. € (VJ: 1,60 Mio. €) gesteigert. Parallel hierzu erhöhte sich die EBITDA-Marge auf 9,7% (VJ: 8,7%). Die operative Marge lag damit unterhalb der von der Gesellschaft prognostizierten EBITDA-Margenbandbreite von 11,0% bis 12,0%.

Unter weiterer Berücksichtigung von Abschreibungs-, Finanzierungs- und Steuereffekten wurde ein negatives Nettoergebnis in Höhe von -0,15 Mio. € erzielt, welches sich jedoch gegenüber dem Vorjahresniveau (VJ: -0,29 Mio. €) verbessert hat. Ergebnisbelastend wirkten hierbei v.a. die Abschreibungen auf das Anlagevermögen, die sich auf 1,76 Mio. € (VJ: 1,86 Mio. €) reduziert haben, und die Zinsaufwendungen, die leicht auf 0,16 Mio. € (VJ: 0,15 Mio. €) angestiegen sind.

Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: BHB; GBC AG



Darstellung der Bilanz- und Finanzlage

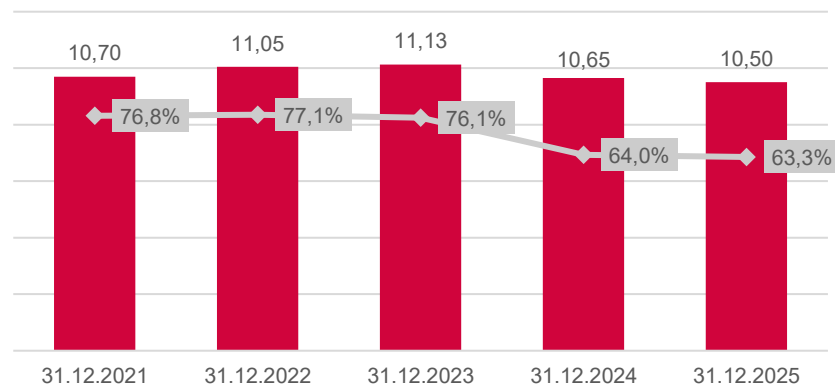
in Mio. €	31.12.22	31.12.23	31.12.24	31.12.25
Sachanlagevermögen	5,16	5,94	6,55	6,20
Anteile an verbund. Unternehmen	0,25	0,24	3,09	3,13
Eigenkapital	11,05	11,13	10,65	10,50
EK-Quote	77,1%	76,1%	64,0%	63,3%
Liquide Mittel	2,58	1,44	0,25	0,27
Bankverbindlichkeiten	0,75	0,52	3,50	3,61
Nettofinanzvermögen	3,25	2,42	1,21	1,13
Operativer Cashflow	1,83	1,71	1,51	1,37
Investitions-Cashflow	-1,21	-2,44	-5,33	-1,31
Finanzierungs-Cashflow	-0,28	-0,41	2,64	-0,11

Quelle: BHB; GBC AG

Bedingt durch das negative Jahresergebnis des Geschäftsjahres 2025 reduzierte sich das Eigenkapital zum Bilanzstichtag 31.12.2025 leicht auf 10,50 Mio. € (31.12.2024: 10,65 Mio. €). Parallel hierzu sank die Eigenkapitalquote zum Stichtag 31.12.2025 geringfügig auf 63,3% (31.12.2024: 64,0%). Mit diesem Niveau verfügt BHB weiterhin über eine überdurchschnittliche und solide Eigenkapitalquote.

Die relativ stabile und hohe Eigenkapitalquote spiegelt eine starke Innenfinanzierungskraft der BHB-Braugruppe wider, die sich in den vergangenen Jahren überwiegend aus den Barmittelüberschüssen des operativen Geschäfts finanziert hat.

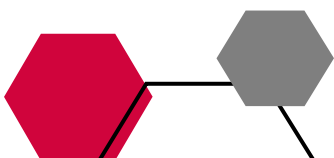
Entwicklung des Eigenkapitals (in Mio. €) und Eigenkapitalquote (in %)



Quelle: BHB; GBC AG

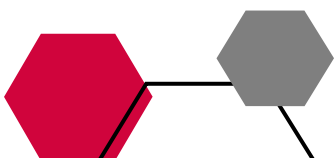
Dem für das Unternehmen traditionell deutlich positiven operativen Cashflow von zuletzt 1,37 Mio. € (VJ: 1,51 Mio. €) standen in den vergangenen Geschäftsjahren deutliche Investitionen in das Anlagevermögen gegenüber, die auch zu einem signifikanten Anteil über eigene Mittel mitfinanziert wurden. Die liquiden Mittel der BHB sind zum Stichtag 31.12.2025 leicht auf 0,27 Mio. € (31.12.2024: 0,25 Mio. €) angestiegen.

Aufgrund der im Vergleich zum Vorjahr deutlich geringeren Investitionen in das Anlagevermögen (1,89 Mio. € in 2025 vs. 5,85 Mio. € in 2024) reduzierte sich der Investitions-Cashflow in 2025 signifikant auf -1,31 Mio. € (VJ: -5,33 Mio. €).



Das Nettofinanzvermögen der Gesellschaft reduzierte sich zum Bilanzstichtag 31.12.2025 ebenfalls leicht auf 1,13 Mio. € (31.12.2024: 1,21 Mio. €).

Der Bilanzposten „Anteile an assoziierten Unternehmen“, der v.a. die 35,0%-Beteiligung der BHB-Gruppe an der HBI Immobilien GmbH (Anteilserwerb in 2024 für rund 2,80 Mio. €) beinhaltet, erhöhte sich zum Stichtag 31.12.2025 leicht auf 3,13 Mio. € (31.12.2024: 3,09 Mio. €).



PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2025	GJ 2026e	GJ 2027e	GJ 2028e
Umsatz	17,55	17,91	18,29	18,66
EBITDA	1,71	1,96	2,07	2,15
EBIT	-0,05	0,30	0,46	0,60
Nettoergebnis	-0,15	0,11	0,21	0,32

Quelle: BHB; GBC AG

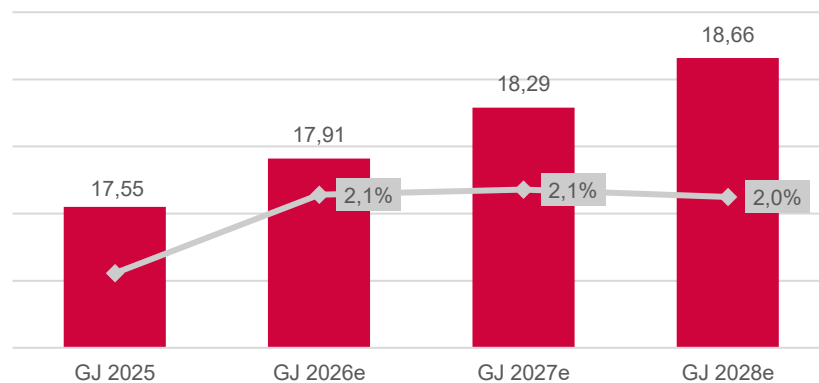
Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2025 hat der BHB-Konzern ebenfalls einen konkreten Ausblick auf das aktuelle Geschäftsjahr gegeben. Hiernach erwartet das Unternehmen für das laufende Geschäftsjahr einen Gesamtgetränkeabsatz von rund 190.000 Hektolitern mit einer Prognose-Bandbreite von $\pm 5,0\%$. Basierend auf dem avisierten Getränkeabsatz rechnet BHB für 2026 mit Brutto-Umsatzerlösen (Erlöse inkl. Biersteuer) in Höhe von rund 17,90 Mio. €, ebenfalls mit einer Bandbreite von $\pm 5,0\%$. Folglich peilt die BHB-Gruppe im laufenden Geschäftsjahr Brutto-Umsatzerlöse zwischen 17,00 Mio. € und 18,80 Mio. € an.

Im Einklang mit der kommunizierten Umsatzguidance rechnen wir für das aktuelle Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 17,91 Mio. € und entsprechend mit einem leichten Umsatzzuwachs gegenüber dem Vorjahr (VJ: 17,55 Mio. €).

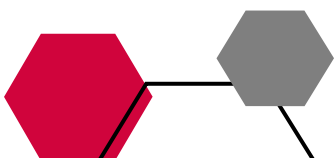
Hinsichtlich der beiden darauffolgenden Geschäftsjahre 2027 und 2028 gehen wir ebenfalls von einem weiteren leichten Umsatzanstieg auf dann 18,29 Mio. € (erwartetes Umsatzplus gegenüber dem Vorjahr: 2,1%) bzw. 18,66 Mio. € (erwartetes Umsatzplus gegenüber dem Vorjahr: 2,0%) aus.

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



Quelle: BHB; GBC AG

Als Haupttreiber für die erwartete Ausweitung der Konzernumsatzerlöse sehen wir primär den Ausbau der verschiedenen Vertriebskanäle (Handel, Gastronomie etc.) mit zusätzlichen Distributionspunkten und die Weiterentwicklung und Stärkung des Markenportfolios im Bereich der Wachstumssegmente Biermischgetränke sowie alkoholfreie Getränke (inkl. Mineralwasser). Entsprechend rechnen wir auch künftig damit, dass sich der AfG-Anteil an den Gesamtumsatzerlösen weiter sukzessive erhöht (AfG-Anteil GJ 2025 GBCe: ca. 47,0%). Auch auf Ebene der Internationalisierung sehen wir weiteres Wachstumspotenzial, v.a. hinsichtlich der Regionen Süd- und Osteuropa, wo bereits zum Teil schon Absatzkanäle in bedeutende Exportmärkte (z.B. Italien und Polen) etabliert wurden.

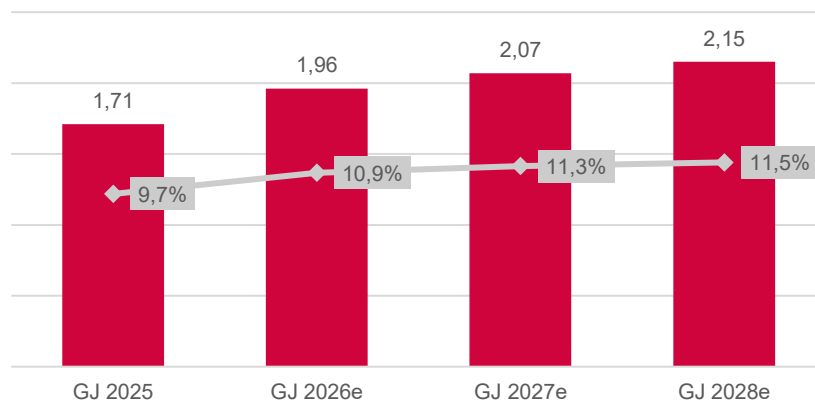


Darüber hinaus sollten sich auch zukünftige erwartete Preisanpassungen beim BHB-Getränkportfolio angesichts des anhaltenden Inflationsdrucks bei den Inputfaktoren (u.a. Tariflohnerhöhungen) und auf den Beschaffungsmärkten (v.a. bei Rohstoff- und Energiekosten) unter dem Strich positiv auf die prognostizierte Umsatzentwicklung in den kommenden Geschäftsjahren auswirken.

Weiteres zusätzliches Wachstumspotenzial für die Brauerei-Gruppe könnte sich aus möglichen Fusionen und Übernahmen (sog. M&As) und strategischen Kooperationen ergeben, welches wir weiterhin nicht in unseren Prognosen berücksichtigt haben (zusätzliches Upside-Potenzial). Der BHB-Konzern bildet unserer Einschätzung nach weiterhin eine gute "Plattform" für die Integration weiterer neuer Brauereien oder Marken.

Parallel zur herausgegebenen Umsatzguidance, die im Mittel einen erwarteten leichten Umsatzanstieg auf ca. 17,90 Mio. € vorsieht, rechnet das BHB-Management in Bezug auf das operative Ergebnis für das aktuelle Geschäftsjahr mit einem EBITDA von rund 1,90 Mio. € und einer EBITDA-Marge von ca. 11,0% (mit einer Bandbreite von ± 1,0%). Entsprechend rechnet das Unternehmen für die aktuelle Geschäftsperiode mit einem EBITDA von 1,70 Mio. € bis 2,26 Mio. €.

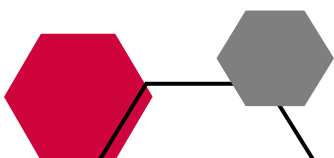
Erwartete Entwicklung des EBITDA und der EBITDA-Marge (Mio. € / %)



Quelle: BHB; GBC AG

Analog zur Unternehmensguidance rechnen wir für das aktuelle Geschäftsjahr mit einem deutlichen EBITDA-Zuwachs gegenüber dem Vorjahr auf 1,96 Mio. € (VJ: 1,71 Mio. €) und erwarten damit das Erreichen der mittleren Prognosebandbreite. Die von uns prognostizierte weitere (operative) Margenerholung auf eine EBITDA-Marge von 10,9% (VJ: 9,7%) sollte insbesondere durch eine weitere Optimierung der Kostenstruktur und einsetzende Skaleneffekte gelingen können. Für die Folgejahre 2027 und 2028 kalkulieren wir, basierend auf einem erwarteten strikten Kostenmanagement und einem nochmal stärkeren operativen Hebel, mit einem weiteren EBITDA-Anstieg auf dann 2,07 Mio. € bzw. 2,15 Mio. €. Gleichzeitig sollte sich die EBITDA-Marge weiter schrittweise verbessern können auf dann 11,3% (GJ 2027e) bzw. 11,5% (GJ 2028e). Das Geschäftsjahr 2028 haben wir erstmals mit konkreten Schätzungen in unsere Detailschätzperiode aufgenommen.

Basierend auf unseren Umsatz- und Ergebnisschätzungen haben wir unser bisheriges Kursziel leicht auf 3,15 € (bisher: 3,05 € je Aktie) erhöht. Unsere Kurszielerhöhung resultiert aus dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2028 in unsere Detailschätzperiode und der damit verbundenen höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden



Geschäftsjahre. 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 2026 bis 2028 in Phase 1, erfolgt von 2029 bis 2033 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 11,5% 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 3,0%.

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 7,9% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,9%.

Bewertungsergebnis

Unsere Kurszielerhöhung auf 3,15 € (zuvor: 3,05 €) resultiert aus dem erstmaligen Einbezug des Geschäftsjahres 2028 in unsere Detailschätzperiode und der damit verbundenen höheren Ausgangsbasis für die Schätzungen der darauffolgenden Geschäftsjahre.



DCF-Modell

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	GJ 32e	GJ 33e	
Umsatz	17,91	18,29	18,66	19,04	19,42	19,81	20,20	20,61	
Umsatzwachstum	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA	1,96	2,07	2,15	2,19	2,24	2,28	2,33	2,37	
EBITDA-Marge	10,9%	11,3%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	
EBITA	0,30	0,46	0,60	0,64	0,74	0,83	0,90	0,96	
EBITA-Marge	1,7%	2,5%	3,2%	3,4%	3,8%	4,2%	4,4%	4,6%	4,5%
NOPLAT	0,21	0,29	0,39	0,44	0,51	0,57	0,62	0,66	
Working Capital (WC)	2,81	2,85	2,87	2,93	2,99	3,05	3,11	3,17	
Anlagevermögen (OAV)	6,79	6,46	6,17	5,94	5,79	5,69	5,64	5,64	
Investiertes Kapital	9,60	9,31	9,04	8,87	8,78	8,74	8,76	8,81	
Kapitalrendite	2,0%	3,1%	4,2%	4,9%	5,8%	6,5%	7,1%	7,5%	7,4%
EBITDA	1,96	2,07	2,15	2,19	2,24	2,28	2,33	2,37	
Steuern auf EBITA	-0,09	-0,17	-0,21	-0,20	-0,23	-0,26	-0,28	-0,30	
Veränderung OAV	-1,31	-1,28	-1,26	-1,32	-1,34	-1,36	-1,38	-1,41	
Veränderung WC	0,17	-0,04	-0,02	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	-0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,73	0,58	0,66	0,62	0,61	0,60	0,61	0,60	8,14

Entwicklung Kapitalkosten	
risikolose Rendite	3,00%
Marktrisikoprämie	5,50%
Beta	0,89
Eigenkapitalkosten	7,87%
Zielgewichtung	100,00%
Fremdkapitalkosten	6,00%
Zielgewichtung	0,00%
Taxshield	24,99%
WACC	7,87%

Ermittlung fairer Wert		GJ 26e	GJ 27e
Wert operatives Geschäft		7,99	8,04
Barwert expliziter FCFs		3,20	2,87
Barwert Continuing Value		4,79	5,17
Nettoschulden		-1,76	-2,26
Wert des Eigenkapitals		9,76	10,30
Fremde Gewinnanteile		0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals		9,76	10,30
Ausstehende Aktien in Mio.		3,10	3,10
Fairer Wert der Aktie in EUR		3,15	3,32

Sensitivitätsanalyse		WACC				
		7,3%	7,6%	7,9%	8,2%	8,5%
Kapitalrendite	6,9%	3,23	3,11	3,00	2,91	2,83
	7,2%	3,31	3,19	3,08	2,98	2,89
	7,4%	3,39	3,26	3,15	3,04	2,95
	7,7%	3,47	3,34	3,22	3,11	3,01
	7,9%	3,56	3,42	3,29	3,18	3,07

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 Vereinigten Königreich verbreitet wird, ausschließlich solchen Personen zugänglich gemacht werden, die (i) als authorised persons oder exempt persons im Sinne des **Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA)** gelten oder (ii) als relevant persons im Sinne der **Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005**, in der jeweils gültigen Fassung, anzusehen sind.

Diese Publikation richtet sich **nicht an Privatkunden (retail clients)** im Sinne der Regeln der **Financial Conduct Authority (FCA)** und darf weder direkt noch indirekt an solche Personen weitergegeben oder von ihnen genutzt werden.

Diese Publikation stellt **kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung** zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten im Sinne des FSMA dar.

Kein anderer Personenkreis als die vorgenannten *relevant persons* ist berechtigt, sich auf diese Publikation zu stützen oder Handlungen auf deren Grundlage vorzunehmen.

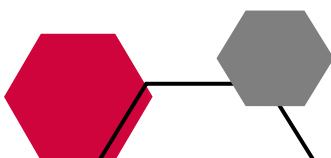
Die Verbreitung dieser Publikation kann in weiteren Rechtsordnungen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sind verpflichtet, sich über etwaige einschlägige Beschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ein Verstoß gegen diese Beschränkungen kann eine Verletzung der geltenden Wertpapier- und Finanzmarktgesetze darstellen.

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.

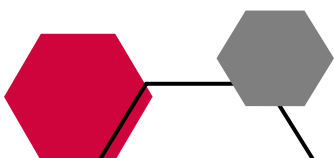
§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 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, 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:

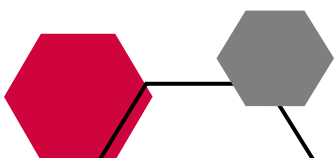
Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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