



Researchstudie (Anno)



Stand 02.04.2008

KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

Ludwig Beck AG ^{(5), (7)*}

Kursziel: 15,97 €

Kurs: 12,69 €
(28.03.2008, Xetra,
17:30 Uhr)

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN (15,71 €)
29.10.2007

Transparenzlevel:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Marktsegment:
Amtlicher Markt

Analysten:

Sylvia Schulz
schulz@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Ludwig Beck AG
Metis-Corinna Tarta
Marienplatz 11
80331 München

Tel.: 089 288 081 33
Fax: 089 288 081 49

metis.tarta@esvedra-
consulting.com

www.ludwigbeck.de

Unternehmensprofil:

Branche: Einzelhandel
Fokus: Damenbekleidung, Ac-
cessoires, Parfümerie
Mitarbeiter: 544 (31.12.2007)

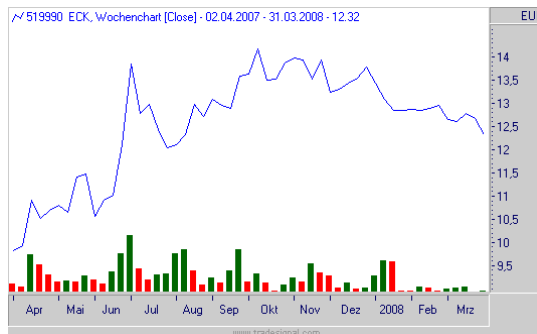
Firmensitz: München

Gründung: 1861

Vorstand:

- Dieter Münch
- Oliver Haller

WKN: 519990
ISIN: DE0005199905
Börsenkürzel: ECK
Anzahl Aktien: 3,695 Mio. Stück
Marktkap.: 46,89 Mio. €
Streubesitz: 38,30 %
52-Wochen-Hoch: 14,72 €
52-Wochen-Tief: 9,50 €
Durchs. Tagesvolu-
men (Xetra & Frank-
furt): 47.502,00 €



In Mio. €	2006	2007*	2008e**	2009e**
Umsatz (netto)	87,382	86,984	89,573	92,239
EBITDA	10,181	10,976	11,843	12,534
EBIT	6,767	7,172	8,043	8,634
Konzernjahresüberschuss nach Minderheiten	1,398	2,588	2,662	3,058
In €				
Gewinn je Aktie	0,42	0,76	0,72	0,83
Dividende je Aktie	0,20	0,30	0,30	0,35
In %				
EBITDA-Marge	11,65	12,62	13,22	13,59
EBIT-Marge	7,74	8,25	8,98	9,36
Dividendenrendite	1,58	2,36	2,36	2,76
Kennzahlen				
EV/ Sales	1,18	1,18	1,21	1,16
EV/ EBITDA	10,14	9,34	9,15	8,55
Kurs-Gewinn-Verhältnis	30,52	16,61	17,62	15,33
Kurs-Buchwert-Verhältnis (per 31.12.2007)			1,75	

Highlights:

* durchschnittlich im Umlauf befindliche Aktien: 3,387 Mio. Stück
** nach der Kapitalerhöhung (Aktienanzahl: 3,695 Mio. Stück)

- Einmaliger Sonderertrag durch Neubewertung der latenten Steuern im Geschäftsjahr 2007 in Höhe von 0,81 Mio. €
- Schließung der Filiale Landshut im Gespräch
- Ausbau in der 5. Etage im Jahr 2008 bietet eine Erweiterung der Verkaufsfläche auf rund 1000 m²

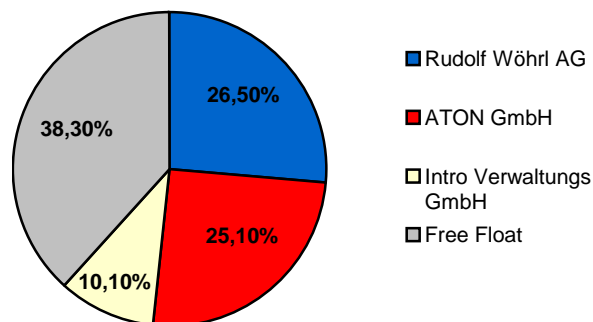
Unternehmen

Profil

LUDWIG BECK ist eines der bekanntesten Kaufhäuser in Deutschland. Die Gründung des Unternehmens geht auf das Jahr 1861 zurück. Der Konzern betreibt den stationären Einzelhandel unter der Marke LUDWIG BECK sowie unter Fremddmarken (Monolabel). Die Aktivitäten sind dabei auf den bayerischen Markt beschränkt. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Haupthaus generierte im Jahr 2007 rund 80 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG bestehen neben dem Stammhaus in München noch die beiden Zweige LUDWIG BECK Filialen (Fashion-Stores und Monolabel-Stores) und der LUDWIG BECK Lagerverkauf. Das angebotene Sortiment beinhaltet vor allem Bekleidung sowie nicht-textile Sortimente wie beispielsweise Parfümerie, Kosmetikprodukte und Lederwaren sowie Accessoires. Stark präsentiert sich auch das Segment Musik, welches individuell an die gehobene Kundenschaft angepasst ist. Die Immobilie des Stammsitzes am Münchner Marienplatz gehört LUDWIG BECK seit dem Jahr 2001 über eine Beteiligung an der Feldmeier GmbH & Co. KG zu 50,1 %. Der Gang an die Börse erfolgte im Jahr 1998.

Aktionärsstruktur

Aktionärsstruktur in %



Am 23.11.2007 vermeldete die LUDWIG BECK AG, dass mit Zustimmung des Aufsichtsrates der Beschluss zu einer Kapitalerhöhung gefallen ist. Die Umsetzung sowie Platzierung erfolgte am 26.11.2007. Hierbei wurde ein Bezugsrecht seitens der Aktionäre ausgeschlossen. Die insgesamt 335.000 neuen Aktien wurden zu einem Preis je Aktie von 13,30 € von der „INTRO-Verwaltungs GmbH“ gezeichnet. Die Aktienanzahl der Gesellschaft beläuft sich nunmehr auf 3,695 Mio. Stück. Damit ist die Aktionärsstruktur der LUDWIG BECK AG seit November 2007 geprägt durch die drei Großaktionäre Rudolf Wöhrl AG (26,5 %), ATON GmbH (25,1 %) sowie die INTRO-Verwaltungs GmbH (10,1 %).

Hinter der INTRO-Verwaltungs GmbH steht Hans Rudolf Wöhrl, welcher zugleich Mitglied im Aufsichtsrat der Rudolf Wöhrl AG ist. Der Bruder Gerhard Wöhrl dagegen ist Vorstandsvorsitzender der Rudolf Wöhrl AG. Das Modeunternehmen Rudolf Wöhrl AG ist mit 26,5 % größter Anteilseigner der LUDWIG BECK AG. Laut Aussagen des Unternehmens besteht zwischen den beiden Modehäusern ein freundlicher Kontakt. Die ATON GmbH sowie die Rudolf Wöhrl AG sind im Aufsichtsrat durch die Herren Dr. Lutz Helmig und Gerhard Wöhrl vertreten. Der Free Float beträgt damit 38,3 %.

Die nächsten Unternehmenstermine:

Ereignis	Datum
1. Quartalsbericht 2008	22.04.2008
Hauptversammlung	09.05.2008
Halbjahresbericht 2008	22.07.2008
9-Monats-Bericht 2008	21.10.2008

Markt und Marktumfeld

Wirtschaftliche Situation in Deutschland

Die Konjunktur in Deutschland befindet sich in einer stabilen Verfassung. Die Auftragsbücher der Unternehmen sind gut gefüllt und die Arbeitskräftenachfrage befindet sich nach wie vor auf hohem Niveau. Dies bestätigen die aktuell von der Bundesagentur für Arbeit gemeldeten Arbeitslosenzahlen. So waren im Januar 2008 3,659 Mio. Menschen arbeitslos gemeldet, was einer Arbeitslosenquote von 8,7 % entspricht.

Neben den ungewöhnlich milden Temperaturen ist dies auch auf die gute Konjunkturverfassung zurückzuführen. Das zur Verfügung stehende höhere Einkommen der Verbraucher ist bisher jedoch nicht im Konsum erkennbar. Dies bestätigte sich auch in der aktuellen GfK-Konsumklimastudie, wonach sich die Stimmung der deutschen Verbraucher lediglich in einer stabilen Verfassung befindet. Die Einkommenserwartung legte zu, die Anschaffungsneigung sowie die Konjunkturerwartung ließen dagegen nach.

Im Jahr 2007 konnte Deutschland den Titel „Exportweltmeister“ zum fünften Mal in Folge vereinnahmen. So wurden im vergangenen Jahr trotz des starken Euro Waren im Wert von rund 969,1 Milliarden Euro exportiert. Dies impliziert einen Anstieg um rund 6,5 % gegenüber dem Vorjahr.

Des Weiteren konnte die Wirtschaft im Jahr 2007 in Deutschland ein Wachstum von 2,5 % verzeichnen. Für das laufende Jahr fallen die Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums jedoch geringer aus. So erwartet die Bundesregierung ein Wachstum in Höhe von 1,7 %. Dennoch beurteilen viele Unternehmen laut dem ifo-Geschäftsklimaindex ihre aktuelle Lage im Februar 2008 deutlich positiver als noch im Januar 2008. Die Perspektive für das kommende halbe Jahr hat sich aber im Unternehmerkreis leicht eingetrübt. Dennoch befindet sich die deutsche Wirtschaft - trotz des rauen weltwirtschaftlichen Umfeldes - nach wie vor in einer robusten Verfassung.

Dies bestätigt auch das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW). So erwarten diese im ersten Quartal 2008 eine Steigerung des Bruttoinlandsproduktes um 0,5 %.

Die aktuelle Situation im Einzelhandel

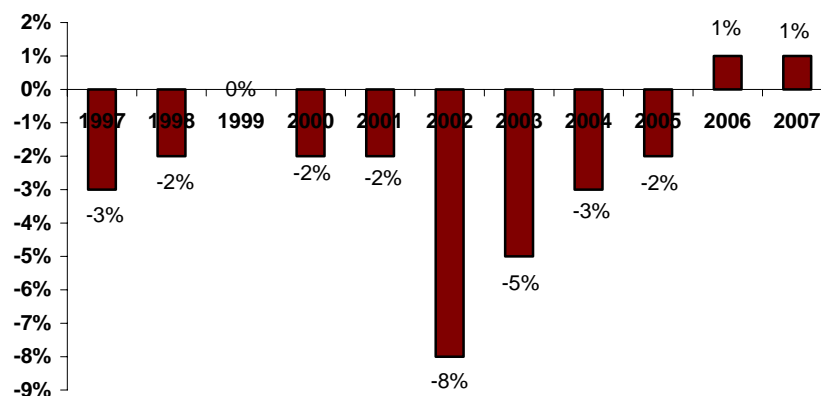
Die zum Jahreswechsel 2006/ 2007 in Kraft getretene Mehrwertsteuererhöhung von 16 % auf 19 %, der starke Anstieg der Energie- sowie Lebensmittelpreise sowie Zukunftsängste haben bei den Konsumenten zu einer starken Kaufzurückhaltung im Jahr 2007 geführt. Die geringe Kauflaune wirkte sich dementsprechend in den Umsätzen des Einzelhandels aus. So ist der Umsatz im Einzelhandel nominal (konstante Preise) laut dem Statistischen Bundesamt zwischen 0,7 bis 1,0 % gesunken. Real, also preisbereinigt, dagegen geht das Bundesamt von einem Umsatzrückgang in Höhe von 1,5 bis 1,8 % aus. Für das laufende Jahr erwartet der HDE (Hauptverband des Deutschen Einzelhandels) dagegen ein Umsatzplus in Höhe von 2 % auf 400 Milliarden Euro.

Der GfK-Chef Klaus Wübbenhorst erwartet für das Jahr 2008, dass die Verbraucher rund 20 Milliarden Euro mehr ausgeben, was einem Anstieg um 1,5 % entspricht. Hierbei sollten laut der GfK der Einzelhandel sowie Reiseanbieter die größten Profiteure von der steigenden Kauflaune sein. Neben dem anhaltenden Beschäftigungsaufbau und der Erhöhung der Tariflöhne sollten auch die Steigerungen der Nettogehälter aufgrund der leichten Senkung der Sozialversicherungsbeiträge (01.01.08: Arbeitslosenversicherung – 0,9 %; 01.07.08: Rentenversicherung: +0,25 %) zu einer höheren Kauflust seitens der Verbraucher führen.

Die aktuelle Situation im Textilhandel

Auch im zweiten Halbjahr liefen die Geschäfte in den großen Waren- und Kaufhäusern nicht sehr gut. Der Trend, welcher sich im ersten Halbjahr 2007 abzeichnete, hielt auch im zweiten Halbjahr an, wodurch diese das Geschäftsjahr 2007 mit einem Umsatzrückgang in Höhe von 4,1 % (real: 5 %) abschlossen. In dem Segment Lebensmittel, Getränke sowie Tabakwaren reduzierte sich der Umsatz dagegen um 0,1 % (real: 2,4 %). Entgegen diesem Trend konnte der Textilhandel ein Umsatzplus von 2,3 % (real: 1,3 %) generieren. Auch der Bereich Kosmetik, Pharmazie sowie Medizin konnte das Geschäftsjahr mit einem Plus in Höhe von 2,7 % (real: 1,3 %) abschließen. Die nachfolgende Grafik stellt die Umsatzentwicklung des Textilhandels in den vergangenen 10 Jahren dar.

Umsatzveränderung in Prozent im Vergleich zum jeweiligen Vorjahr



Quelle: TW-Testclub; GBC

SWOT - ANALYSE LUDWIG BECK AG

Stärken

- Langfristige Standortsicherung durch Mehrheitsbesitz der Immobilie
- Attraktiver Geschäftsstandort im Zentrum Münchens
- Konzentration auf den Standort Marienplatz
- Hoher Bekanntheitsgrad der Marke LUDWIG BECK
- Unverwechselbarer Produktmix
- Strategische Positionierung im exklusiven Damenmodesegment
- Hoher steuerlich nutzbarer Verlustvortrag

Schwächen

- Hohe Fixkostenbelastung
- Relativ hohe Zinsbelastung durch Bankverschuldung

Chancen

- Belebung des privaten Konsums
- Mögliche Liberalisierung des Ladenschlussgesetzes
- Ausweitung der Verkaufsfläche am Standort in 2008 um bis zu 1000 m²
- Aktionärsstruktur bietet Synergiepotenziale

Risiken

- Potenzieller Umsatzverlust durch die laufenden Umbaumaßnahmen
- Werteverfall im Lagerbestand bei Absatzschwäche möglich
- Diversifikationsrisiken durch Konzentration des Kerngeschäftes auf einen Standort

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e
Umsatzerlöse (brutto)	101,347	103,487	106,592	109,789
Mehrwertsteuer	13,965	16,503	17,019	17,550
Umsatzerlöse (netto)	87,382	86,984	89,573	92,239
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,127	0,164	0,100	0,100
Materialaufwand	46,074	45,991	47,250	48,426
Rohertrag	41,435	41,157	42,423	43,914
Sonstige betriebliche Erträge	2,952	2,649	2,500	2,500
Personalaufwand	17,434	17,166	17,780	18,313
Abschreibungen	3,415	3,804	3,800	3,900
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,772	15,664	15,300	15,566
EBIT	6,767	7,172	8,043	8,634
Finanzergebnis	-3,705	-3,327	-3,100	-3,100
EBT	3,062	3,846	4,943	5,534
Steuern vom Einkommen und Ertrag	1,127	0,526	1,631	1,826
Konzernjahresüberschuss vor Minderheiten	1,935	3,319	3,312	3,708
Fremde Gewinnanteile	-0,537	-0,731	-0,650	-0,650
Konzernjahresüberschuss nach Minderheitenanteilen	1,398	2,588	2,662	3,058

Ergebniszahlen (in Mio. €)	2006	2007	2008e	2009e
Periodenergebnis	1,398	2,588	2,662	3,058
EBT	3,062	3,846	4,943	5,534
EBIT	6,767	7,172	8,043	8,634
EBITDA	10,181	10,976	11,843	12,534
Finanzergebnis	-3,705	-3,327	-3,100	-3,100
Steuerquote	36,82 %	13,68 %	33,00 %	33,00 %
EPS	0,42	0,76	0,72	0,83

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. € IFRS)	Bilanzstichtag: 31.12.2007
Operatives Anlagevermögen	92,253
Working Capital	0,739
Nettoverschuldung	43,953
Zinsbare Verbindlichkeiten	47,840
Finanzvermögen	3,887
Eigenkapitalquote in %	37,4
Gezeichnetes Kapital	9,446
Bilanzsumme	107,433

Geschäftsentwicklung 2007

in Mio. €	GJ 2006	Veränderung	GJ 2007
Umsatz (brutto)	101,347	2,11 %	103,487
Umsatz (netto)	87,382	-0,46 %	86,984
EBITDA	10,181	7,81 %	10,976
EBIT	6,767	6,00 %	7,172
Periodenergebnis	1,397	85,25 %	2,588
EPS in €	0,42	80,95 %	0,76

Quelle: LUDWIG BECK AG, GBC

Umsatzbetrachtung

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 konnte die LUDWIG BECK AG eine durchaus sehenswerte und damit aus unserer Sicht eine äußerst erfolgreiche Geschäftsentwicklung vorweisen. So wurde im Jahr 2007 ein Bruttoumsatz in Höhe von 103,49 Mio. € (VJ: 101,35 Mio. €) erwirtschaftet, was einem Anstieg um 2,11 % entspricht. Flächenbereinigt erhöhten sich die Bruttoumsatzerlöse mit 3,2 % sogar noch deutlicher. Hierbei machte sich der Wegfall einer Filiale des Monolabelstores „Vero Moda“ in Regensburg bemerkbar, welcher zuletzt in 2006 die gesetzten Erwartungen des Managements nicht erfüllen konnte und in der Konsequenz im gleichen Jahr aufgegeben wurde. Damit kann LUDWIG BECK einen höheren Umsatzanstieg als der deutsche Textileinzelhandel (1 %) vorweisen. Dies beweist auch die hervorragende Positionierung des Stammhauses, da in 2007 die Waren- und Kaufhäuser in Deutschland durchschnittlich einen Umsatzrückgang von rund 5 % verzeichnen mussten.

Der Nettoumsatz dagegen belief sich auf 86,98 Mio. € (VJ: 87,38 Mio. €), was einem leichten Rückgang um 0,46 % entspricht. Hierbei müssen jedoch zwei entscheidende Aspekte Berücksichtigung finden. Zum einen wurde im Jahr 2007 die Mehrwertsteuer von 16 % auf 19 % erhöht, welche das Portmonee der Verbraucher zusätzlich belastete. Zum anderen wurden im Sommer im Stammhaus Umbaumaßnahmen durchgeführt, was zeitweise zu Absperrungen einzelner Verkaufsflächen und damit in Teilbereichen zu einer partiellen Unterbrechung des Verkaufs führte.

Die von Juni bis September vorgenommenen Umbaumaßnahmen erfolgten im Rahmen der Trading Up-Strategie der LUDWIG BECK AG. Hierbei wurde neben der Umgestaltung der Außenfassade und des Erdgeschosses parallel die Verkaufsfläche im Erdgeschoss um rund 200 m² erweitert.

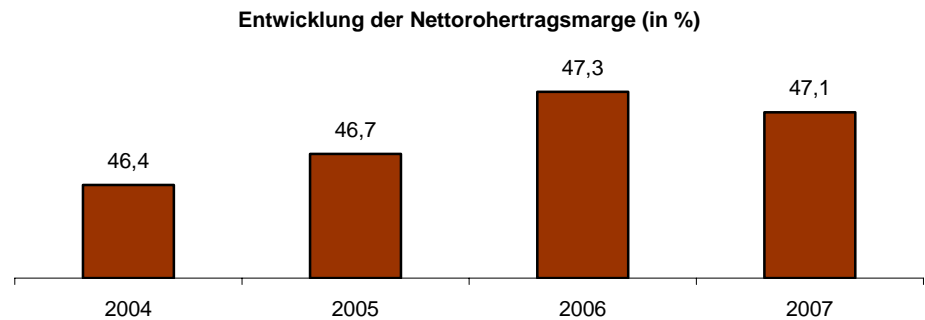
Trotz dieser erschwerten Bedingungen erwirtschaftete das Stammhaus am Marienplatz einen Bruttoumsatz in Höhe von 85,4 Mio. € (VJ: 82,6 Mio. €). Dies entspricht einem Anstieg von rund 3,4 %. Damit konnte nicht nur die Mehrwertsteuererhöhung in Höhe von 3 % überkompensiert werden. Dies zeigt, dass sich das Stammhaus von LUDWIG BECK, welches mit einem Umsatzanteil von rund 82,5 % der mit Abstand gewichtigste Umsatzbringer im Konzern ist, erneut hervorragend von dem im vergangenen Jahr beobachtenden Trend der Kaufzurückhaltung der Verbraucher abkoppeln konnte.

Bruttoumsatz steigt trotz allgemeiner Konsumschwäche durch die Mehrwertsteuererhöhung um 2,11 %

Stammhaus baut Umsatzanteil weiter aus

Kosten- und Ergebnisbetrachtung

Nach der sukzessiven Verbesserung der Nettoertragsmarge in den vergangenen Jahren konnte diese im Geschäftsjahr 2007 trotz der Mehrwertsteuererhöhung auf einem fast konstanten Niveau gehalten werden. So reduzierte sich diese im Vergleich zum Vorjahr nur leicht von 47,3 % auf 47,1 %. Die positive Entwicklung der vergangenen Jahre, welche vor allem auf die Fokussierung auf die margenstärkeren Produkte sowie die kontinuierliche Aufwertung der Sortimente im Rahmen der Trading Up-Strategie zurückzuführen ist, spiegelt sich in der nachfolgenden Grafik wieder.



Quelle: LUDWIG BECK; GBC

Die Personalaufwendungen waren leicht rückläufig. Diese beliefen sich im Jahr 2007 auf 17,2 Mio. € (VJ: 17,4 Mio. €). Dies ist vor allem auf eine veränderte Mitarbeiterstruktur zurückzuführen. So haben einige langjährige Mitarbeiter aufgrund des Eintritts in den Ruhestand das Unternehmen verlassen. Im Gegenzug hierzu wurden neue Mitarbeiter eingestellt, welche aufgrund der kürzeren Unternehmenszugehörigkeit ein geringeres Gehalt erhalten. Im laufenden Jahr erwarten wir einige Neueinstellungen nach der Fertigstellung des diesjährig geplanten Umbaus im fünften Stock des Stammhauses.

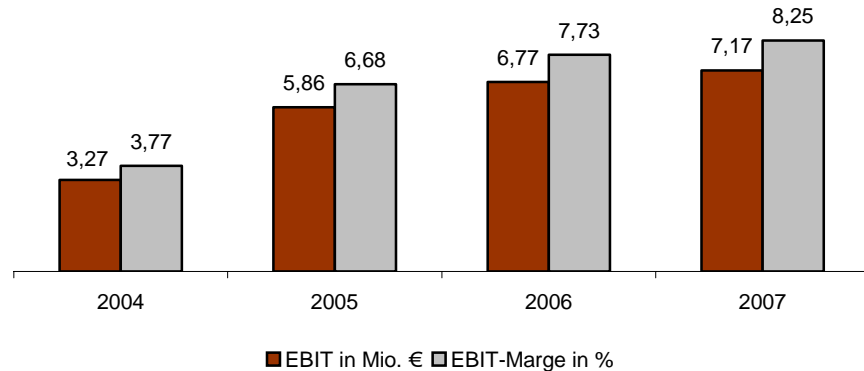
Des Weiteren konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 16,77 Mio. € auf 15,66 Mio. € gesenkt werden. Neben den aufgrund der Schließung der Monolabelfiliale in Regensburg weggefallenen Mietkosten ist die Senkung des Weiteren auch auf das erfolgreiche Kostenmanagement der LUDWIG BECK AG zurückzuführen.

Die Entwicklung sowohl auf der Umsatz- als auch auf der Kostenseite spiegelt sich entsprechend auch auf der Ergebnisseite wider. Beim Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte im Vergleich zum Vorjahr erneut eine deutliche Steigerung erzielt werden. Zum Ende des Geschäftsjahres 2007 lag das EBITDA bei 10,98 Mio. €, nach 10,18 Mio. € im Vorjahr. Das entspricht einer EBITDA-Marge von 12,62 % (VJ: 11,63 %).

Die Abschreibungen dagegen kletterten um rund 0,39 Mio. € auf 3,80 Mio. €, was einem Anstieg von rund 11,39 % entspricht. Der Anstieg ist zum einen auf die Umbauten am Marienplatz zurückzuführen. Der weitestgehend größere Anteil basiert jedoch auf einem Sondereffekt. So wurden aufgrund nachhaltig erzielter Verluste bei zwei Filialen der LUDWIG BECK AG Impairmenttests durchgeführt. Aufgrund der Testergebnisse folgte in der Konsequenz eine vollständige Abschreibung der den Filialen zugeordneten Anlagenegegenstände. Die Abschreibungssumme der Gegenstände belief sich auf 0,30 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern stieg um rund 6 % auf 7,17 Mio. € (VJ: 6,77 Mio. €) an. Hieraus ergibt sich eine EBIT-Marge von 8,25 % nach 7,73 % im Vorjahreszeitraum. Damit konnte die seit dem Jahr 2004 stetige Steigerung des operativen Ergebnisses (EBIT) und der hieraus resultierenden EBIT-Marge auch im Jahr 2007 fortgesetzt werden. Die nachfolgende Grafik zeigt die seit dem Jahr 2004 anhaltend positive Entwicklung.

Die historische Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge



Quelle: LUDWIG BECK; GBC

Das Ergebnis vor Steuern (EBT) verbesserte sich somit sogar um 0,784 Mio. € auf 3,85 Mio. € (VJ: 3,06 Mio. €). Durch die Auflösung von latenten Steuern betrug der Steueraufwand im Geschäftsjahr 2007 lediglich 0,53 Mio. € (VJ: 1,13 Mio. €). Aus diesem Sondereffekt resultiert ein Periodenüberschuss nach Minderheiten von 2,59 Mio. € (VJ: 1,40 Mio. €). Das Ergebnis pro Aktie (EPS) verbesserte sich entsprechend auf 0,76 € (VJ: 0,42 €).

Auf Grund dieser positiven Entwicklung der Gesellschaft wird die Verwaltung am 09.05.2008 auf der Hauptversammlung eine Dividende von 0,30 € pro Aktie vorschlagen, was einer Steigerung von 50 % entspricht. Die Dividendenrendite liegt bei einem aktuellen Kurs von 12,69 € bei rund 2,36 %.

Betrachtung der bilanziellen Lage

Durch die im November durchgeführte Kapitalerhöhung in Höhe von 4,45 Mio. € erhöhte sich das Gezeichnete Kapital um 0,86 Mio. €. Dieses beträgt nunmehr 9,45 Mio. € (VJ: 8,59 Mio. €). Rund 3,59 Mio. € flossen in die Kapitalrücklagen. Basierend auf der Kapitalerhöhung aber auch wegen des höheren Ergebnisses durch den einmaligen Ertrag aus der Neubewertung latenter Steuern lag das Eigenkapital im Konzern per 31.12.2007 bei 40,225 Mio. €, was einer soliden Eigenkapitalquote von 37,44 % entspricht. Der Buchwert je Aktie liegt bei 7,26 €.

Auch bei den verzinslichen Bankverbindlichkeiten kam es zu Veränderungen. Durch die Kapitalerhöhung aber auch den positiven Free Cash Flow in 2007 konnten Verbindlichkeiten trotz der hohen Investitionsmaßnahmen zurückgeführt werden. Durch Umschuldungen sowie der Rückführung von verzinslichen Bankverbindlichkeiten belaufen sich die Verbindlichkeiten bei den Kreditinstituten nunmehr auf 39,34 Mio. € (VJ: 45,40 Mio. €). Diese Maßnahmen machten sich in der Gewinn- und Verlustrechnung ebenfalls bemerkbar, da die Finanzierungsaufwendungen

Steigerung des EPS
um rund 80 % auf
0,76 €

um 0,29 Mio. € rückläufig waren.

Des Weiteren verfügt der Konzern nach wie vor über hohe vortragsfähige Verlustvorträge. Bei der Körperschaftssteuer betragen diese per 31.12.2007 rund 12 Mio. € und bei der Gewerbesteuer rund 5 Mio. €. Folglich sollte die Mindestbesteuerung des operativen Ergebnisses auch in den kommenden Jahren noch greifen und die cashwirksame Steuerbelastung moderat ausfallen.

Eine auffallende Position auf der Passivseite der LUDWIG BECK AG Bilanz ist der „Potenzielle Abfindungsanspruch der Minderheitsgesellschafter“ in Höhe von 8,813 Mio. €. Die Position findet Ihren Ursprung in dem Erwerb von 50,1 % der Anteile an der Immobilie am Marienplatz im Jahr 2001 vor dem Hintergrund der Standortsicherung. Die 49,9 % an existierenden Minderheitsanteilen, welche nach wie vor von Alteigentümerfamilien gehalten werden, wurden im Zuge der Vollkonsolidierung in die Bilanz aufgenommen. Basierend auf dem Beteiligungsvertrag hätte sich per 31.12.2007 beim Ausscheiden der Minderheitsgesellschafter ein Abfindungsanspruch in der bilanzierten Höhe ergeben. Diese Position stellt für die LUDWIG BECK AG kein Eigenkapital dar. Vielmehr ist dieses dem Fremdkapital zuzuordnen, welches jedoch keiner Verzinsung unterliegt.

Umbaumaßnahmen in 2008

Im laufenden Geschäftsjahr sollen aus der geplanten Erweiterung im fünften Stock des Stammhauses aus den bisherigen 600 m² Fläche bis zu 1000 m² Fläche entstehen, wobei der Ausbau mehrheitlich für die Gewinnung zusätzlicher Verkaufsfläche angedacht ist. Die sich nunmehr im vierten Stock befindliche Musikabteilung wird nach dem Ausbau in den fünften Stock verlegt. Des Weiteren wird in der fünften Etage neben einem Cafe (70 m²) auch eine Ticketvorverkaufsstelle sowie eine Bühne für Künstler eingerichtet. Mit dem Neuerwerb eines Steinway-Flügel Anfang diesen Jahres, welcher Karl Lagerfeld entworfen hat, steht den Künstlern nun ein dem „Kaufhaus der Sinne“ entsprechendes Instrument zur Verfügung.

Nach dem Umzug der Musikabteilung und der Renovierung des vierten Stockes wird die Bade- und Mantelabteilung aus dem dritten Stock in diesen verlegt. Im Gegenzug kann im zweiten Stock die Designerfläche erweitert und damit den Kunden ein größeres Angebot an Designermode angeboten werden. Das gesamte Investitionsvolumen in 2008 schätzen wir auf rund 4 Mio. €. Im Jahr 2009, in welchem die letzten Umbaumaßnahmen im Stammhaus erfolgen werden, erwarten wir weitere Investitionskosten in Höhe von rund 2,5 Mio. €.

Zusammen mit der im vergangenen Jahr gewonnenen Verkaufsfläche stehen der LUDWIG BECK AG im Stammhaus im Verlauf dieses Jahres rund 10 % mehr an Verkaufsfläche zur Verfügung. Jedoch ist es nicht zu erwarten, dass sich die höhere Verkaufsfläche sofort in einem proportionalen Anstieg der Umsatzerlöse niederschlägt. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale durch die neu gewonnenen Flächen lassen sich nur Schritt für Schritt über einen längeren Zeitraum generieren.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,76 % und liegt damit um 0,54 % unter dem Zinssatz, welcher im August für die 10-jährigen Bundesanleihen galt.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,14.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen, kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,00 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich bei der LUDWIG BECK AG durchschnittlich auf 6,30 %. Der Rückgang gegenüber unserer letzten Einschätzung (7,70 %) ist vor allem auf die Umschuldungen im abgelaufenen Geschäftsjahr sowie die Rückführung von Bankverbindlichkeiten zurückzuführen. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,50 % (bisher: 8,37 %).

Kapitalkosten von
7,50 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,00 %
Gewicht in %	50,00 %
Fremdkapitalkosten	6,30 %
Gewicht in %	50,00 %
Taxshield in %	22,50 %
WACC	7,50 %

Prognose und Modellannahmen

Für das laufende Jahr fallen die Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums in Deutschland geringer aus, als die in 2007 erreichte Wachstumsquote in Höhe von 2,5 %. So erwartet die Bundesregierung ein Wachstum in Höhe von 1,7 %. Dennoch beurteilen viele Unternehmen laut dem ifo-Geschäftsklimaindex ihre aktuelle Lage im Februar 2008 deutlich positiver als noch im Januar 2008. Die Perspektive für das kommende halbe Jahr hat sich aber im Unternehmerkreis leicht eingetrübt. Die verhaltene Konjunkturerwartung war im Jahr 2006 das letzte Mal zu beobachten.

Die Hypothekenkrise in den USA, welche auch wesentliche Auswirkungen auf viele deutsche Banken hatte, und die Rezessionsgerüchte in den USA, aber auch der schwache Dollar mit dem im Gegenzug immer stärker werdenden Euro sowie die Ölpreishausse sind weiterhin wesentliche Dämpfer für die Konjunkturerwartung in Deutschland. Es ist nach wie vor schwierig einschätzbar, inwieweit Deutschland von der möglichen Rezession in Amerika in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Dennoch befindet sich die deutsche Wirtschaft aktuell - trotz des rauen weltwirtschaftlichen Umfeldes - nach wie vor in einer robusten Verfassung.

Neben dem anhaltenden Beschäftigungsaufbau und der Erhöhung der Tariflöhne sollten auch die Steigerungen der Nettogehälter aufgrund der leichten Senkung der Sozialversicherungsbeiträge (01.01.08: Arbeitslosenversicherung - 0,9 %; 01.07.08: Rentenversicherung: + 0,25 %) zu einer höheren Kauflust seitens der Verbraucher führen. Somit ist der Aufschwung der deutschen Wirtschaft inzwischen auch im Portmonee der Verbraucher leicht spürbar. Dennoch bleibt die Angst der Verbraucher, dass das Mehr an Einkommen durch weitere Preissteigerungen zunichte gemacht wird, bestehen. Dies ist laut der GfK auch in der Anschaffungsneigung im Februar erkennbar, da diese nach zwei Anstiegen in Folge nunmehr wieder von - 8,8 auf - 15 sank. Das Konsumklima befindet sich damit unter Berücksichtigung aller Faktoren (Einkommenserwartung, Konjunkturerwartung, Anschaffungsneigung) auf unverändertem Niveau. Damit bleibt die Konsumstimmung im März unverändert.

Bei einer anhaltend guten Arbeitsmarktlage und sich auf einem akzeptablen Niveau befindlichen Preisen sollte jedoch die Anschaffungsneigung der Verbraucher deutlich steigen. So erwartet die GfK für das Gesamtjahr 2008, dass die Verbraucher rund 20 Milliarden € mehr ausgeben, was einem Anstieg von 1,5 % gleichkommt. Laut der GfK sollte der Einzelhandel neben Reiseanbietern der größte Profiteur von der steigenden Kauflaune sein. Der HDE (Hauptverband des Deutschen Einzelhandels) dagegen erwartet für das laufende Jahr ein Umsatzplus in Höhe von 2 % auf 400 Milliarden €. Die entspricht einem Mehrumsatz von rund 8 Milliarden €.

Die aktuelle Konsumentenstimmung dürfte insbesondere für LUDWIG BECK eher geringfügige Auswirkungen haben. Dies resultiert aus der Tatsache, dass die Gesellschaft vor allem die wohlhabenden Damen mittleren Alters als Zielgruppe adressiert. Diese Zielgruppe steht in einer deutlich geringeren Abhängigkeit zu der konjunkturellen Lage Deutschlands. Dies ist nicht zuletzt auch auf das sowohl in München als auch im Umkreis Münchens (Landkreis Starnberg, Ebersberg, Fürstenfeldbruck) vorhandene hohe Kaufkraftpotenzial zurückzuführen.

Wir erwarten, nachdem das Jahr 2007 trotz Umbaumaßnahmen und Mehrwertsteuererhöhung äußerst erfreulich ausgefallen ist, ein weiteres Umsatz-

wachstum (Brutto) in Höhe von 3 % auf 106,59 Mio. €. Wir stützen unsere Erwartungen hierbei unter anderem auf die bereits in 2007 und die in 2008 nach Fertigstellung der Umbaumaßnahmen zusätzlich gewonnenen Verkaufsflächen, durch welche das bisherige Sortimentsportfolio vor allem im Designerbereich nachhaltig erweitert werden kann. Auch die erfreuliche Entwicklung im Geschäftsjahr 2007, welches durch die Mehrwertsteuererhöhung sowie die Umbauten im Stammhaus gekennzeichnet war, stützt unsere Erwartungshaltung. Weiter sehen wir auch die konsequente Aufwertung des Produktspektrums als Umsatztreiber an.

Auf der Ergebnisseite sollte der erwartete Umsatzzanstieg in 2008 zu einer weiteren EBIT-Steigerung auf 8,04 Mio. € führen, da wir auch weiterhin von einer konstanten Fixkostenentwicklung ausgehen. Die EBIT-Steigerung fällt jedoch etwas moderater aus als in unserer letzten Studie, da wir unser Umsatzziel leicht nach unten revidiert haben. Dies resultiert aus der aktuellen Marktlage in Deutschland. LUDWIG BECK wird sich unserer Erwartung nach auch in den kommenden Jahren deutlich besser als der deutsche Einzelhandel und die Waren- und Kaufhäuser entwickeln. Damit wird sich die Gesellschaft trotz der anhaltenden verhaltenen Nachfrage auch weiterhin dieser Entwicklung größtenteils entziehen können. Auch die Schließung der pep-Filiale in München zum 31.12.2007 wird sich zumindest leicht in den Umsatzerlösen bemerkbar machen. Dennoch halten wir die Bruttosteigerung im Umsatz von rund 3 % für realistisch. Aus dieser Betrachtung heraus ergibt sich somit ein von uns erwartetes EBIT in Höhe von 8,04 Mio. €, was einer EBIT-Margensteigerung von 12,1 % entspricht. Aufgrund der Optimierung der Verbindlichkeiten im Jahr 2007 und dem daraus resultierenden geringeren Zinsaufwand erwarten wir im laufendem Jahr eine Senkung des Zinsaufwandes.

Der durch die Unternehmenssteuerreform entstandene Steuerertrag in Höhe von 0,81 Mio. € war einmalig, wodurch die Steuerlast in diesem Jahr deutlich höher ausfallen wird. Wir erwarten hiernach einen Jahresüberschuss, welcher sich auf dem gleichen Niveau wie im Geschäftsjahr 2007 liegen wird. Das Ergebnis je Aktie wird hierbei jedoch mit 0,72 € (VJ: 0,76 €) geringer ausfallen, was auf die aus der Kapitalerhöhung resultierende höhere Aktienanzahl zurückzuführen ist.

Im Folgejahr erwarten wir einen weiteren Brutto-Umsatzzanstieg um 3 %. Hierbei gilt es noch zu berücksichtigen, dass LUDWIG BECK zum Ende dieses Geschäftsjahres die Schließung der Filiale im City-Center in Landshut plant. Nach unserer Einschätzung entfällt dann ein Umsatz (brutto) von ca. 0,4 Mio. €. Auf der Ergebnisseite erwarten wir eine weitere Verbesserung der operativen Ergebnismarge von dann 9,36 %. Dieser Zuwachs sollte sich insbesondere durch einen unterproportionalen Anstieg bei den Personalkosten und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen einstellen, unter anderem durch die geplante Schließung der Filiale in Landshut. Unter dem Strich sollte dadurch der Jahresüberschuss auf 3,06 Mio. € ansteigen.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	3,0 %
EBITDA-Marge	14,1 %
Steuerquote	33,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	1,2 %
Umsatz zu OAV	101 - 113 %
Abschreibungen vom OAV	4,1 %

Discounted Cashflow-Modell

Die LUDWIG BECK AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins (siehe auch Seiten 12/13), erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen.

In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,5 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2008 entspricht als **Kursziel 15,97 €**

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario LUDWIG BECK AG								
in Mio. €	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	Endwert
Umsatz	89,573	92,239	95,007	97,857	100,792	103,816	106,931	
Umsatzveränderung in %	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0
EBITDA-Marge in %	13,2	13,6	14,1	14,1	14,1	14,1	14,1	
Abschreibungen (auf IK)	-3,800	-3,900	-3,854	-3,857	-3,858	-3,862	-3,870	
Abschreibungen vom OAV	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	4,1 %	
EBIT	8,043	8,634	9,570	9,970	10,384	10,807	11,240	
EBIT-Marge in %	9,0	9,4	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	33,0 %	
EBI (NOPLAT)	5,389	5,785	6,412	6,680	6,957	7,241	7,531	7,577
Working Capital	1,027	1,100	1,140	1,174	1,210	1,246	1,283	
Working Capital zu Umsatz	1,1 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %	
Operatives Anlagevermögen	93,343	94,000	94,066	94,093	94,199	94,378	94,629	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen in %	96,0	98,1	101,0	104,0	107,0	110,0	113,0	
Investiertes Kapital (IK)	94,370	95,100	95,206	95,267	95,408	95,624	95,912	
Kapitalrendite in %	5,8	6,1	6,7	7,0	7,3	7,6	7,9	7,9
Free Cashflows:								
EBITDA	11,843	12,534	13,424	13,827	14,242	14,669	15,109	
Steuern auf EBITA	-2,654	-2,849	-3,158	-3,290	-3,427	-3,566	-3,709	
Investitionen in OAV	-4,890	-4,557	-3,920	-3,884	-3,963	-4,042	-4,120	
Veränderung des Working Capital	-0,288	-0,073	-0,040	-0,034	-0,035	-0,036	-0,037	
Investitionen in Goodwill	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	
Freier Cashflow	4,011	5,055	6,306	6,619	6,817	7,025	7,243	103,563

VALUATION in Mio. €	2007	2008e	2009e	2010e
Barwert expliziter FCFs	31,8464	30,2126	27,4127	23,1526
Barwert des Continuing Value	62,5694	67,2397	72,2585	77,6520
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	94,4158	97,4522	99,6712	100,8045
Nettoschulden (Net debt)	43,9533	39,2729	37,8006	35,1690
Barwert aller Optionsrechte	0,000	0,000	0,000	0,000
Wert des Eigenkapitals	50,463	58,179	61,871	65,636
Fremde Gewinnanteile	0,731	0,843	0,896	0,951
Wert des Aktienkapitals	51,194	59,022	62,767	66,586
Ausstehende Aktien in Mio.	3,388	3,695	3,695	3,695
Fairer Wert der Aktie in €	15,11	15,97	16,99	18,02

FINANZCASHFLOW in Mio. €	2008e	2009e	2010e	2011e
Dividendenzahlung	-1,016	-1,109	-1,293	-1,400
Einzahlung aus Kapitalerhöhung	4,455	0,000	0,000	0,000
Zinsaufwand/ertrag	-2,769	-2,474	-2,381	-2,216

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in €

		WACC				
		6,5 %	7,0 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %
Kapitalrendite	5,9 %	13,35	11,39	9,80	8,49	7,39
	6,9 %	17,34	14,88	12,89	11,24	9,86
	7,9 %	21,33	18,37	15,97	13,99	12,32
	8,9 %	25,32	21,86	19,05	16,73	14,79
	9,9 %	29,32	25,35	22,14	19,48	17,26

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 15,97 €

Fazit

Ein weiterer wichtiger Schritt in der Geschichte der LUDWIG BECK AG und damit in der Trading Up-Strategie wurde im Geschäftsjahr 2007 durch den Abschluss der Umbauarbeiten im Sommer 2007 abgeschlossen. Nunmehr stehen der Gesellschaft 200 m² mehr Verkaufsfläche zur Verfügung, wodurch die Ware im Erdgeschoss dem Publikum noch luftiger, ansprechender sowie freier präsentiert werden kann. Trotz der hieraus resultierenden erschwerten Verkaufsbedingungen während des Umbaus, durch die zeitweise Stilllegung von Verkaufsflächen, wirkte sich dieses nicht nachteilig auf das Geschäftsjahr 2007 aus. Und auch trotz der Belastung durch die Mehrwertsteuererhöhung konnte die Gesellschaft ein Bruttoumsatzplus in Höhe von 2,1 % generieren.

Der Textilhandel dagegen verzeichnete einzig ein Umsatzplus in Höhe von 1 % und bei den Waren- und Kaufhäusern war dieser mit - 5 % sogar rückläufig. Neben den in diesem Jahr leicht rückläufigen Personalaufwendungen von 17,4 Mio. € auf 17,2 Mio. € konnten des Weiteren die sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 16,77 Mio. € auf 15,66 Mio. € gesenkt werden. Auch die gesunkenen Zinsaufwendungen um 7,84 % auf 3,42 Mio. € spiegelten sich im Ergebnis der Gesellschaft wider. So resultierte hieraus ein Anstieg des EBIT um 5,97 % auf 7,17 Mio. € sowie ein Ergebnis vor Steuern in Höhe von 3,85 Mio. € (VJ: 3,06 Mio. €).

Wir erwarten für das laufende Jahr einen weiteren Brutto-Umsatzanstieg um rund 3 % auf 106,59 Mio. € und einen Nettoumsatz von rund 89,57 Mio. €. Nicht zuletzt die attraktivere Präsentation im Erdgeschoss sowie die weiteren Ausbauten mit der hieraus resultierenden Erweiterung der Verkaufsfläche um bis zu 1000 m² sollten hierzu ihren Beitrag leisten. Die positive Trendfortsetzung der Gesellschaft stützen wir nicht zuletzt auf die Zielgruppe der LUDWIG BECK AG. Diese sind vor allem die wohlhabenden Damen mittleren Alters, welche relativ unabhängig von der aktuellen Konjunkturlage einkaufen.

Die auf der Bilanzpressekonferenz am 14.03.2008 in München publizierten Umsatzentwicklungszahlen zeigen, dass das laufende Geschäftsjahr einen hervorragenden Start hinlegen konnte. So lag der Umsatz per 29.02.2008 flächenunbereinigt 1,7 % und flächenbereinigt sogar um 4,2 % über dem Vorjahreszeitraum. Dies unterstreicht unsere anhaltend positive Erwartungshaltung bezüglich der weiteren Umsatz- und Ergebnisentwicklung, gegenläufig der von der GfK im Februar gemeldeten sinkenden Anschaffungsneigung der Verbraucher.

Auch die durch die Trading Up-Strategie vollzogene und weiter anhaltende Aufwertung des Produktportfolios sowie die ausgewogene Abstimmung auf die Zielgruppen der LUDWIG BECK AG unterstreichen unsere Zuversicht, dass der Umsatz im Verhältnis zu der zur Verfügung stehenden Verkaufsfläche weiter steigen wird. Hierbei wird die Vergrößerung in diesem Jahr auf 1000 m² durch den Ausbau der 5. Etage einen wesentlichen Beitrag leisten. Auch die attraktiven Hausaktionen sollten weitere Kunden in das „Kaufhaus der Sinne“ locken.

Unter Berücksichtigung all dieser Faktoren haben wir mittels unseres DCF-Modells und auf der Basis unserer Prognosen einen fairen Wert pro Aktie von 15,97 € (zuvor: 15,71 €) auf Basis 2008 ermittelt. Dies entspricht auf aktuellem Kursniveau einem Potenzial von 25,85 %. Unser Rating lautet daher weiter KAUFEN.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent die vollständige Analyse vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten die vollständige Analyse vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle, Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind in der Analyse angegeben.

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

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

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: office@gbc-ag.de

Analysten für diese Studie:

**Sylvia Schulz, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin
Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**