



## Researchstudie (Anno)



**Stand 24.03.2009**

**KAUFEN**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

---

24.03.2009

Ludwig Beck AG <sup>(5),(7)</sup>

**Kursziel: 14,80 €**

Kurs: 9,10 €  
(19.03.2009, Xetra, 14:58 Uhr)

**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
KAUFEN (14,79 €)  
23.10.2008

**Transparenzlevel:**  
Prime Standard

**Rechnungslegung:**  
IFRS

**Marktsegment:**  
Regulierter Markt

**Analysten:**  
**Sylvia Schmidt**  
schmidt@gbc-ag.de

**Felix Gode**  
gode@gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**  
Ludwig Beck AG  
Metis-Corinna Tarta-Steck  
Marienplatz 11  
80331 München

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

mts@esvedragroup.com

www.ludwigbeck.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 20

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Einzelhandel  
**Fokus:** Damenbekleidung, Accessoires, Parfümerie  
**Mitarbeiter:** 538 (31.12.2008)

**Firmensitz:** München

**Gründung:** 1861

**Vorstand:**

- Dieter Münch
- Oliver Haller

WKN: 519990  
ISIN: DE0005199905  
Börsenkürzel: ECK  
Anzahl Aktien: 3,695 Mio. Stück  
Marktkap.: 33,625 Mio. €  
Streubesitz: 37,7 %  
52-Wochen-Hoch: 12,80 €  
52-Wochen-Tief: 7,00 €



Durchs. Tagesvolumen 16.118,15 €  
Quelle: Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und XETRA, 12 Monate)

In Mio. €	2007*	2008**	2009e**	2010e**
Umsatz (netto)	86,984	86,206	86,555	87,815
EBITDA	10,976	12,219	12,025	12,275
EBIT	7,172	8,137	8,325	8,575
Konzernjahresüberschuss	2,588	2,715	2,898	3,054
<b>In €</b>				
Gewinn je Aktie	0,76	0,73	0,78	0,83
Dividende je Aktie	0,30	0,30	0,30	0,30
<b>In %</b>				
EBITDA-Marge	12,62	14,17	13,89	13,98
EBIT-Marge	8,25	9,44	9,62	9,76
Dividendenrendite	3,30	3,30	3,30	3,30
<b>Kennzahlen</b>				
EV/ Sales	0,96	1,07	1,06	1,05
EV/ EBITDA	7,62	7,54	7,67	7,51
Kurs-Gewinn-Verhältnis	11,91	12,38	11,60	11,01
Kurs-Buchwert-Verhältnis			1,28	

\*durchschnittlich im Umlauf befindliche Aktien: 3,388 Mio. Stück \*\*durchschnittlich im Umlauf befindliche Aktien: 3,695 Mio. Stück

**Highlights:**

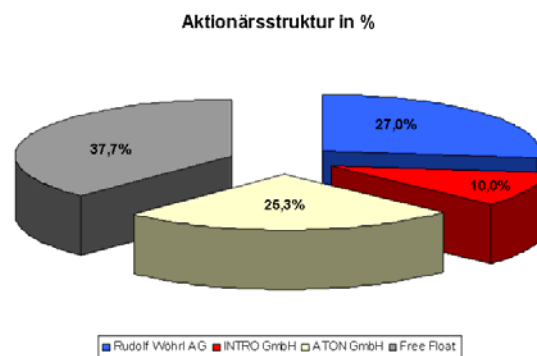
- LUDWIG BECK trotz der Konsumflaute im Jahr 2008
- Steigerung des EBT um 42,8 %
- Erwerb eines über 8.000 m<sup>2</sup> großen Grundstückes
- Vergrößerung der Verkaufsfläche auf 11.000 m<sup>2</sup>
- ECHO Sonderpreis für neueröffnete Musikabteilung
- Kursziel nahezu unverändert bei 14,80 €

## 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). Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Stammhaus generierte im Jahr 2008 knapp 90 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG bestehen neben dem Stammhaus in München noch die drei Zweige LUDWIG BECK Monolabel-Stores, LUDWIG BECK Multilabel-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 Kundschaft 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



Das Grundkapital der Gesellschaft ist in 3,695 Mio. nennwertlose Inhaber-Stammaktien eingeteilt. Geprägt ist die Aktionärsstruktur der LUDWIG BECK AG durch die drei Großaktionäre Rudolf Wöhrl AG (27,0 %), ATON GmbH (25,3 %) sowie die INTRO-Verwaltungs GmbH (10,0 %).

Hinter der INTRO-Verwaltungs GmbH steht Hans Rudolf Wöhrl. Sein Bruder Gerhard Wöhrl ist Vorstandsvorsitzender der Rudolf Wöhrl AG. Das Modeunternehmen Rudolf Wöhrl AG ist mit 27,0 % größter Anteilseigner der LUDWIG BECK AG. Im Aufsichtsrat sind die ATON GmbH, die Rudolf Wöhrl AG sowie die INTRO GmbH durch die Herren Dr. Lutz Helmig, Gerhard Wöhrl sowie Christian Greiner vertreten. Der Free Float beläuft sich auf 37,7 %.

### **Die nächsten Unternehmenstermine:**

Ereignis	Datum
1. Quartalsbericht 2009	22.04.2009
Hauptversammlung	15.05.2009
Halbjahresbericht 2009	21.07.2009
9-Monats-Bericht 2009	21.10.2009

## Markt und Marktumfeld

### Wirtschaftliche Situation in Deutschland

Im vergangenen Jahr war die Weltwirtschaft durch die Finanzkrise, die zurückgehender US-Nachfrage sowie die immer neuen Rekordpreise beim Rohölpreis geprägt. Letztendlich führten die Faktoren zu einem Stopp der zuvor herrschenden Expansionsphase der Weltwirtschaft. Nunmehr befindet sich diese auf Talfahrt historischer Dimension.

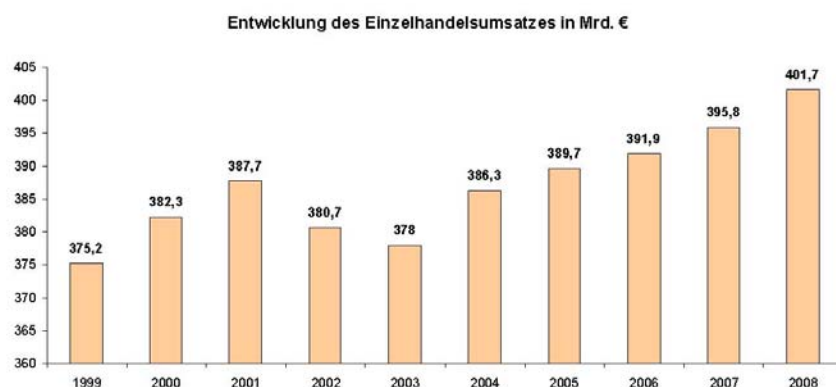
Basierend auf der aktuellen wirtschaftlich schwierigen Situation hat die Europäische Zentralbank (EZB) auf ihrer letzten Sitzung den Leitzins um weitere 0,50 Basispunkte auf nunmehr 1,5 % gesenkt. Damit liegt der Leitzins auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung vor zehn Jahren.

Auch in der deutschen Wirtschaft ist die Weltrezession spürbar. So sind die Aufträge in der Industrie deutlich zurückgegangen, wodurch der Druck auf eine weitere Produktionsanpassung nach unten und damit auch die Ausweitung der Kurzarbeit steigt. Laut dem Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) wird das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2009 um insgesamt 2,2 % zurückgehen. Des Weiteren wird gemäß Aussage der DIW die Wirtschaftsleistung auf den Stand von vor drei Jahren zurückfallen. Die seitens der Regierung beschlossenen Konjunkturpakete I und II sollten jedoch spätestens im 2. Halbjahr erste positive Auswirkungen auf die Wirtschaft haben.

Im Februar 2009 stieg die Zahl der Arbeitslosen in Deutschland um 63.000 auf 3,552 Mio. Erwerbslose, was aber dennoch 66.000 Erwerbslose weniger waren als im Februar 2008. Des Weiteren steigen momentan die Anträge auf Kurzarbeit sehr stark. So beliefen sich die Anmeldungen auf Kurzarbeit allein im Februar auf 620.000 bis 670.000. Laut den Erwartungen der Bundesagentur für Arbeit wird aber die Zahl der Erwerbslosen bis zum Herbst die 4 Mio. Grenze nicht überschreiten.

### Die aktuelle Situation im Einzelhandel

Im Jahr 2008 erzielte der Einzelhandel preisbereinigt einen Rückgang um 0,8 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Nominal dagegen konnte der Umsatz um 1,1 % auf rund 400 Mrd. € gesteigert werden. Hiervon wurden allein rund 73 Mrd. € durch das Weihnachtsgeschäft erzielt. Nachfolgende Grafik spiegelt die Entwicklung des Einzelhandelsumsatzes der vergangenen neun Jahre wider.



Quelle: HDE; GBC

Experten gehen davon aus, dass aufgrund der momentanen wirtschaftlichen Situation die Umsätze im Einzelhandel im Jahr 2009 bestenfalls stagnieren. Im Worst-Case wird von einem Rückgang des nominalen Umsatzes in Höhe von 1,0 % ausgegangen. Laut dem HDE (Hauptverband des Deutschen Einzelhandels) wird das Umsatzergebnis maßgeblich von der weiteren Entwicklung des Arbeitsmarktes abhängig sein. Momentan herrscht unter den Verbrauchern eine positive Kauflaune, wobei vor allem Markenartikel im Bereich der Technikprodukte, Kleidung sowie Kosmetik im Mittelpunkt des Interesses stehen. Unterstrichen wird diese Beobachtung durch die im Februar ermittelten Ergebnisse der GfK. So hat diese einen leichten Anstieg beim Konsumklima feststellen können. Auch wurde die Kauflust zum einen durch die niedrige Inflationsrate sowie Rabattangebote und zum anderen durch die Anfang dieses Jahres erfolgte Rückzahlung der Pendlerpauschale, welche zum Teil zu einer Auszahlung von mehr als 1.000 € in einzelnen Haushalten geführt hat, gefördert.

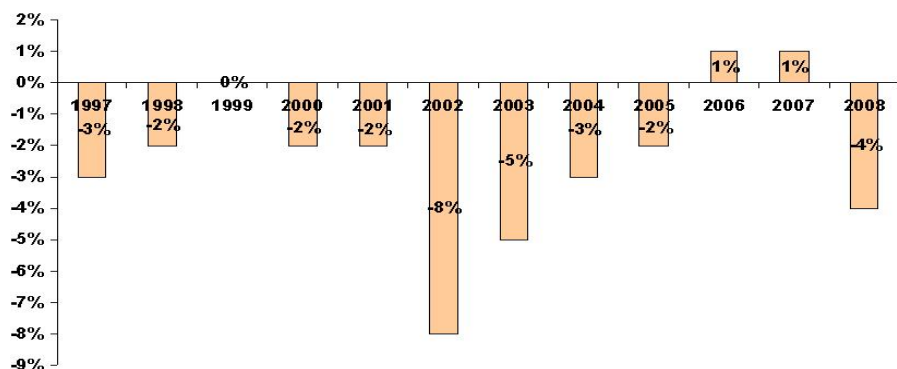
Aufgrund der Erwartungen der Bundesagentur für Arbeit geht der HDE im zweiten Halbjahr 2009 von einer etwas schlechteren Umsatzentwicklung im Einzelhandel aus. Des Weiteren prognostiziert der HDE einen Rückgang des preisbereinigten bzw. realen Einzelhandelsumsatzes im Jahr 2009 um 1 bis 2 %.

### Die aktuelle Situation im Textilhandel

Im Geschäftsjahr 2008 liefen die Geschäfte in den großen Waren- und Kaufhäusern erneut nicht sehr gut. So musste ein Umsatzrückgang in Höhe von -1,9 % (real: - 2,9 %) verbucht werden. In dem Segment Lebensmittel, Getränke sowie Tabakwaren reduzierte sich der Umsatz dagegen um 2,9 % (real: -1,3 %). Entgegen diesem Trend konnte der Bereich der Textilien, Schuhe sowie Bekleidung laut dem Statistischen Bundesamt ein Umsatzplus von 1,0 % (real: 0,4 %) generieren. Auch der Bereich Kosmetik, Pharmazetik sowie Medizin konnte das Geschäftsjahr mit einem Plus in Höhe von 2,4 % (real: 0,1 %) abschließen.

Besonders schwer traf es den Textileinzelhandel. Dieser musste laut dem TW-Testclub im Jahr 2008 im Durchschnitt einen Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 4 % verzeichnen. Die nachfolgende Grafik stellt die Umsatzentwicklung des Textileinzelhandels in den vergangenen 11 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 Produkt- und Markenmix
- Strategische Positionierung im exklusiven Damenmodesegment

### **Schwächen**

- Hohe Fixkostenbelastung
- Relativ hohe Zinsbelastung durch Bankverschuldung

### **Chancen**

- Mögliche Liberalisierung des Ladenschlussgesetzes
- Ausweitung der Verkaufsfläche der Designerfläche am Standort in 2009 um bis zu 700 m<sup>2</sup>
- Aktionärsstruktur bietet Synergiepotenziale
- Deutlich niedrigere Konjunktursensibilität durch Positionierung im gehobenen Preissegment

### **Risiken**

- Potenzieller Umsatzrückgang aufgrund der konjunkturellen Abschwächung
- Werteverfall im Lagerbestand bei Absatzschwäche möglich
- Diversifikationsrisiken durch Konzentration des Kerngeschäftes auf einen Standort

# Unternehmensentwicklung & Prognose

## Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	2007	2008	2009e	2010e
<b>Umsatzerlöse (brutto)</b>	<b>103,487</b>	<b>102,578</b>	<b>103,000</b>	<b>104,500</b>
Mehrwertsteuer	16,503	16,372	16,445	16,685
<b>Umsatzerlöse (netto)</b>	<b>86,984</b>	<b>86,206</b>	<b>86,555</b>	<b>87,815</b>
Materialaufwand	45,991	44,836	44,910	45,660
<b>Rohertrag</b>	<b>41,321</b>	<b>41,370</b>	<b>41,645</b>	<b>42,155</b>
Sonstige betriebliche Erträge	2,813	3,537	3,350	3,320
Personalaufwand	17,166	16,944	17,020	17,200
Abschreibungen	3,804	4,082	3,700	3,700
Sonstige betriebliche Aufwendungen	15,664	15,744	15,950	16,000
<b>EBIT</b>	<b>7,172</b>	<b>8,137</b>	<b>8,325</b>	<b>8,575</b>
Finanzergebnis	-4,058	-3,691	-3,650	-3,650
<b>EBT</b>	<b>3,114</b>	<b>4,446</b>	<b>4,675</b>	<b>4,925</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,526	1,731	1,776	1,872
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>2,588</b>	<b>2,715</b>	<b>2,898</b>	<b>3,054</b>

Ergebniszahlen (in Mio. €)	2007	2008	2009e	2010e
Periodenergebnis	2,588	2,715	2,898	3,054
EBT	3,114	4,446	4,675	4,925
EBIT	7,172	8,137	8,325	8,575
EBITDA	10,976	12,219	12,025	12,275
Finanzergebnis	-4,058	-3,691	-3,650	-3,650
Steuerquote	16,89 %	38,93 %	38,00 %	38,00 %
EPS	0,76	0,73	0,78	0,83

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. € IFRS)	Bilanzstichtag: 31.12.2007	Bilanzstichtag: 31.12.2008
Operatives Anlagevermögen	92,253	96,565
Working Capital	0,739	3,742
Nettoverschuldung	43,953	49,729
Zinsbare Verbindlichkeiten*	47,840	51,378
Finanzvermögen**	3,887	1,649
Eigenkapitalquote in %	37,4	37,0
Gezeichnetes Kapital	9,446	9,446
Bilanzsumme	107,434	112,946

\*inkl. passive latente Steuern \*\*inkl. aktive latente Steuern

## Geschäftsentwicklung 2008

in Mio. €	GJ 2007	Veränderung	GJ 2008
Umsatz (brutto) - flächenunbereinigt	103,5	-0,9 %	102,6
Umsatz (brutto) - flächenbereinigt	100,7	1,8 %	102,6
Umsatz (netto)	87,0	-0,9 %	86,2
EBITDA	11,0	11,3 %	12,2
EBIT	7,2	13,5 %	8,1
Periodenergebnis	2,6	4,9 %	2,7
EPS in €	0,76	- 4,0 %	0,73

Quelle: LUDWIG BECK AG, GBC

### **Umsatzbetrachtung**

Im Geschäftsjahr 2008 stellte das Münchner Traditionsunternehmen erneut unter Beweis, dass der vor fünf Jahren gefällte Beschluss zur anhaltenden Trading Up-Strategie die richtige Entscheidung war und sich nun mehr und mehr in den Zahlen der Gesellschaft widerspiegelt. So erwirtschaftete die Gesellschaft im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 einen flächenunbereinigten Bruttoumsatz in Höhe von 102,6 Mio. € nach 103,5 Mio. € im Jahr 2007, was einem leichten Rückgang in Höhe von 0,9 % entspricht. Flächenbereinigt konnte dagegen eine Steigerung in Höhe von 1,8 % - was einem Umsatz in Höhe von 1,9 Mio. € gleichkommt - auf 102,6 Mio. € (VJ: 100,7 Mio. €) erzielt werden. Die Flächenbereinigung basiert mehrheitlich auf die zum 31.12.2007 geschlossene LUDWIG BECK Filiale im Münchner Einkaufszentrum pep.

Damit konnte die Gesellschaft sich gegen die im Jahr 2008 vorhandene schlechte Konsumstimmung im Textileinzelhandel behaupten. Laut dem TW-Testclub hat die Branche im Durchschnitt einen Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 4 % verzeichnen müssen. Auch die Betrachtung der Umsatzentwicklung der Waren- und Kaufhäuser in Deutschland unterstreicht die hervorragende Positionierung der LUDWIG BECK AG, da die Waren- und Kaufhäuser einen durchschnittlichen Umsatzrückgang in Höhe von 3 % verbuchen mussten.

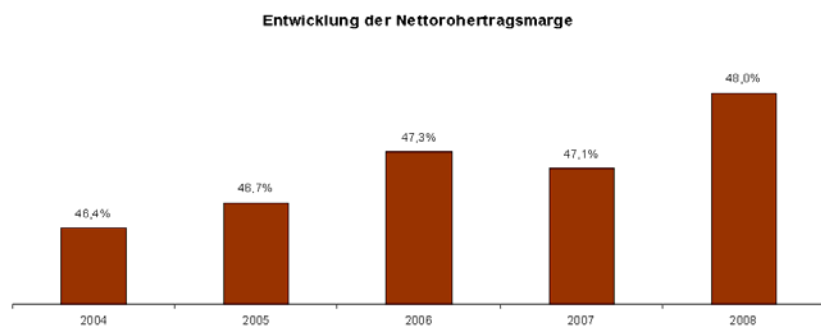
Im dem ca. 11.000 m<sup>2</sup> großen Stammhaus erzielte die Gesellschaft trotz weiterer vorgenommener Umbaumaßnahmen in 2008 ein Umsatzplus in Höhe von 3,1 %, also einen Umsatz in Höhe von 89,1 Mio. €, nach 86,4 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Damit erwirtschaftete LUDWIG BECK nunmehr rund 90 % (VJ: 82,5 %) des gesamten Umsatzes am Marienplatz.

Die erfreuliche Umsatzentwicklung im Stammhaus ist mehrheitlich auf die neugestalteten Abteilungen zurückzuführen. So konnte allein die im Mai 2008 im fünften Stock neu eröffnete 1.000 m<sup>2</sup> große Musikabteilung bereits kurz nach der Neueröffnung ein Umsatzplus in Höhe von 10 % verzeichnen. Insgesamt belief sich im Jahr 2008 der Umsatzanteil der Musikabteilung, welche auf Jazz, Klassik sowie Weltmusik spezialisiert ist, am Konzernumsatz auf rund 8 %. Des Weiteren hat LUDWIG BECK für die neue Musikabteilung im Rahmen der ECHO Klassik Verleihung im Oktober 2008 den ECHO Sonderpreis verliehen bekommen.



## Kosten- und Ergebnisbetrachtung

Der Nettoertrag der Gesellschaft lag mit 41,4 Mio. € um 0,9 % über dem Vorjahreswert in Höhe von 41,0 Mio. €. Damit konnte die sukzessive Verbesserung der Nettoertragsmarge - nach einer kleinen Pause im Jahr 2007 - im abgelaufenen Geschäftsjahr fortgesetzt werden. Die Nettoertragsmarge belief sich auf 48,0 %, nach 47,1 % im Vorjahreszeitraum. Mehrheitlich ist diese anhaltend erfreuliche Entwicklung auf die Konzentration auf die margenintensiveren Produkte sowie die permanente Aufwertung der Sortimente im Rahmen der vor fünf Jahren eingeleiteten Trading-Up Strategie zurückzuführen. Nachfolgende Graphik gibt einen Überblick über die Entwicklung der Nettoertragsmarge in den vergangenen fünf Jahren.



Quelle: LUDWIG BECK; GBC

Entsprechend der erfreulichen Entwicklung der Nettoertragsmarge konnte bei der Wareneinsatzquote eine Verbesserung auf 52,0 % (VJ: 52,9 %) - absolut 44,8 Mio. € (VJ: 46,0 Mio. €) - erzielt werden. LUDWIG BECK hat hierbei ein Warenwirtschaftssystem eingeführt, welches die Warenflüsse auf den Punkt hin steuert. Dadurch waren im Jahr 2008 nur geringfügige Preisänderungen im Sortiment von Nöten.

Die sonstigen betrieblichen Erträge, welche sich mehrheitlich aus Mieten / weiterberechneten Raumkosten, Erträgen aus dem Verwaltungs- und Vertriebsbereich sowie Kantinenerträgen zusammensetzen, erhöhten sich um 25,3 % auf 3,3 Mio. € (VJ: 2,7 Mio. €). Maßgeblichen Einfluss auf den Anstieg hatte die Position der Mieten / weiterberechneten Raumkosten, welche um rund 59,4 % auf 1,5 Mio. € (VJ: 0,9 Mio. €) angestiegen ist. Hintergrund hierfür ist, dass die Gesellschaft Flächen im Stammhaus als Shop-in-Shop weiter vermietet, wie z.B. an Porsche Design und hieraus zusätzliche Einnahmen generiert.

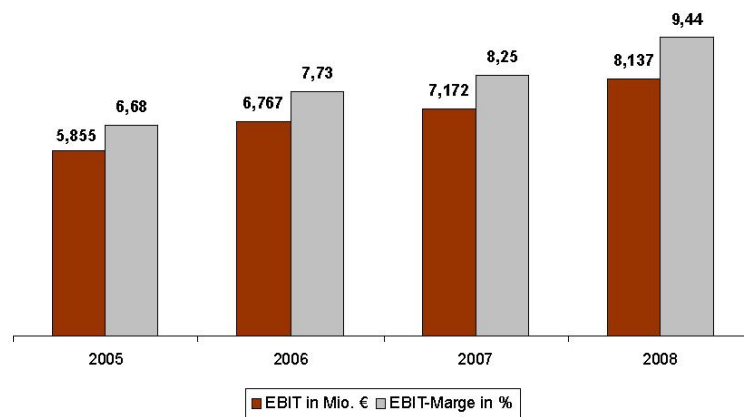
Die Personalaufwendungen zeigten im Jahr 2008 eine leicht rückläufige Entwicklung auf. So reduzierten sich diese um 1,3 % auf 16,9 Mio. € (VJ: 17,2 Mio. €). Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen blieben mit 15,7 Mio. € (VJ: 15,7 Mio. €) auf Vorjahresniveau. Insgesamt konnte bei der Kostenquote eine Verbesserung im Verhältnis zum Nettoumsatz erzielt werden. So belief sich diese zum 31.12.08 auf 38,6 % nach 38,9 % im Vorjahreszeitraum.

Hieraus ergibt sich ein operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 12,2 Mio. € nach 11,0 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Damit konnte erneut eine deutliche Steigerung gegenüber dem Vorjahresergebnis erzielt werden. Die EBITDA-Marge beläuft sich nunmehr auf 14,2 % (VJ: 12,6 %).

Die Abschreibungen stiegen von 3,8 Mio. € in 2007 auf 4,1 Mio. €. Dies entspricht einem Anstieg um rund 7,4 % und ist mehrheitlich auf die Umbaumaßnahmen im Stammhaus zurückzuführen. Des Weiteren wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr jeweils ein Impairmenttest bei den Multilabel-Stores in der Augsburger City-Galerie sowie in den Münchner Riem-Arcaden durchgeführt, da diese die vom Vorstand gesetzten Renditeerwartungen nicht erfüllt haben. Die Wertberichtigungen aus den Impairmenttests beliefen sich auf 0,5 Mio. €, wobei in Riem die Anlagegegenstände vollständig und in Augsburg zum Teil abgeschrieben worden sind.

Das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) stieg um 13,5 % auf 8,1 Mio. € (VJ: 7,2 Mio. €) und übertraf damit die von uns gesetzten Erwartungen in Höhe von 12,0 %. Mit diesem erfreulichen Ergebnis konnte die seit dem Jahr 2004 erzielte konstante Steigerung des EBIT und der EBIT-Marge auch im Geschäftsjahr 2008 fortgesetzt werden. Nachfolgende Graphik spiegelt die anhaltend positive Entwicklung der vergangenen vier Jahre wider.

Historische Entwicklung des EBIT und der EBIT-Marge



Quelle: LUDWIG BECK; GBC

Das Finanzergebnis konnte um 9 % auf -3,7 Mio. € (VJ: -4,1 Mio. €) verbessert werden. In dieser Position finden zum einen die Finanzierungsaufwendungen in Höhe von 3,2 Mio. € und Finanzerträge (0,1 Mio. €) und zum anderen die Anteile anderer Gesellschafter am Konzernergebnis in Höhe von 0,6 Mio. € Berücksichtigung.

In den Zinsaufwendungen sind neben den Zinszahlungen für die Darlehen sowie die Finanzierungs-Leasingverträge auch die Kosten für mehrere in 2008 abgewickelte Zinsswap-Geschäfte in Höhe von 0,2 Mio. € enthalten.

Das Ergebnis vor Steuern verbesserte sich sogar um 42,8 % auf 4,5 Mio. € nach 3,1 Mio. € im Vorjahreszeitraum und übertraf auch hier die von uns gesetzten Erwartungen. Der Steueraufwand beläuft sich im Jahr 2008 auf 1,7 Mio. € (VJ: 0,5 Mio. €), was einer überproportionalen Steigerung von 229,1 % entspricht. Hierbei muss jedoch Berücksichtigung finden, dass im Vorjahr aufgrund der Unternehmenssteuerreform ein einmaliger Steuerertrag in Höhe von 0,8 Mio. € entstanden ist, wodurch die Steuerlast im Geschäftsjahr 2007 wesentlich geringer ausfiel.

Von den 1,7 Mio. € waren aufgrund der Inanspruchnahme der bestehenden Verlustvorträge rund 0,6 Mio. € (VJ: 0,4 Mio. €) cashwirksam. Die vortragsfähigen Verlustvorträge beliefen sich zum 31.12.2008 bei der

Körperschaftsteuer auf 9,3 Mio. € (VJ: 12,5 Mio. €) und bei der Gewerbesteuer auf 0,9 Mio. € (VJ: 5,1 Mio. €). Der Konzernjahresüberschuss beläuft sich auf 2,7 Mio. € (VJ: 2,6 Mio. €), woraus ein Ergebnis pro Aktie (EPS) von 0,73 € nach 0,76 € im Vorjahreszeitraum resultiert. Hierbei gilt es jedoch zu berücksichtigen, dass sich aufgrund der im Jahr 2008 vorgenommenen Kapitalerhöhung 335.000 Aktien mehr im Umlauf befinden, auf welchen sich der erzielte Konzernjahresüberschuss verteilt.

### **Betrachtung der bilanziellen Lage**

Ein wichtiger Schritt im vergangenen Geschäftsjahr war der Kauf eines über 8.000 m<sup>2</sup> großen Grundstückes in München-Haar, auf welchem sich seit geraumer Zeit das betriebsnotwendige Logistikzentrum der LUDWIG BECK AG befindet. Der Kaufpreis belief sich auf 3,6 Mio. € zzgl. Nebenkosten. Das sich auf dem Grundstück befindende Logistikzentrum wurde mittels einer Sale-and-Lease-back-Transaktion geleast, wobei die Transaktion im Jahr 2014 auslaufen wird. Die Abschreibungsdauer für die Immobilie umfasst einen Zeitraum von 29 Jahren. Damit beläuft sich der Wert der Sachanlagen zum Stichtag auf 93,3 Mio. € nach 88,9 Mio. € im Vorjahreszeitraum.

Eine weitere Änderung gab es in der Position der Forderungen und sonstige Vermögenswerte. So stieg der Wert von 2,0 Mio. € auf 5,5 Mio. €. Ursächlich für diesen deutlichen Anstieg ist der Grundstückserwerb in Haar, da hierfür im Dezember auf ein Treuhandkonto die Kaufpreissumme in Höhe von 3,6 Mio. € eingezahlt wurde. Aufgrund der Tatsache, dass die Einzahlung auf dem Treuhandkonto nicht schuldbeitreitend wirkt, darf die damit im Zusammenhang stehende Verbindlichkeit nicht ausgebucht werden. Daher wurde der Erfüllungsanspruch aus dem Konto als sonstiger Vermögenswert in die Bilanz gebucht und ist dementsprechend in dieser Position vorzufinden.

Das Eigenkapital belief sich zum Stichtag auf 41,8 Mio. € (VJ: 40,2 Mio. €), was einer soliden Eigenkapitalquote in Höhe von 37,0 % entspricht. Der Buchwert je Aktie beträgt zum Stichtag 7,09 €.

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten beliefen sich auf 18,6 Mio. € (VJ: 14,7 Mio. €), die langfristigen Verbindlichkeiten dagegen auf 43,7 Mio. € (VJ: 43,7 Mio. €). Die Erhöhung der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten in Höhe von 5,1 Mio. € auf 8,2 Mio. € beruht auf einer stärkeren Inanspruchnahme der Kontokorrentkredite. Des Weiteren wurden zwei Kredite (Darlehen Schweizer Leben sowie Fremddarlehen) in Höhe von 4,0 Mio. € getilgt.

Die Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung erhöhten sich um 3,2 Mio. €. Hierin enthalten war zum Stichtag die aus dem Erwerb des Grundstückes in München-Haar resultierende Kaufpreisverpflichtung in Höhe von 3,6 Mio. €. Da die Zahlung im Januar dieses Jahres erfolgte, entfällt diese Summe nunmehr sowohl auf der Passiva als auch auf der Aktivseite.

## Prognose und Modellannahmen

Für das laufende Jahr erwartet die Bundesregierung eine anhaltende Rezession, einen Einbruch bei den Exporten (laut Schätzungen - 8,9 %) sowie eine steigende Arbeitslosigkeit (laut Schätzungen beträgt die Arbeitslosenquote 8,4 %). Die Regierung geht beim Bruttoinlandsprodukt von einem Rückgang um 2,25 % aus. Auch viele Unternehmen beklagen bereits eine anhaltende Verschlechterung ihrer Geschäftssituation. Laut dem ifo-Geschäftsklimaindex vom Februar 2009 sehen die Unternehmer der weiteren Geschäftsentwicklung aber weitaus weniger pessimistisch entgegen als es im Vormonat noch der Fall war. Nach wie vor sind die Erwartungen der Unternehmer jedoch eher skeptisch.

Zur Bekämpfung der momentan in Deutschland herrschenden Rezession hat die Bundesregierung den Beschluss zur Umsetzung des Konjunkturpaketes I, welches 31 Milliarden € umfasst, und II, welches 50 Milliarden € beinhaltet, gefasst. Die ersten positiven Auswirkungen auf die Wirtschaft sollten hieraus spätestens im 2. Halbjahr spürbar sein.

Die Stimmung bei den Verbrauchern hellte sich im Februar weiter auf. So hat sich laut GfK das Konsumklima aufgrund der stabilen Preise aber auch durch die Abwrackprämie im Automobilbereich etwas verbessert. Des Weiteren leisten auch die sich auf einem sehr niedrigen Niveau befindende Inflationsrate sowie die Rückzahlung der Pendlerpauschale einen wichtigen Beitrag zu einer stärkeren Kaufkraft der privaten Haushalte. Die bereits im Januar stark gestiegene Anschaffungsneigung wurde im Februar 2009 nahezu bestätigt. Aktuell weist diese laut der GfK 14,6 Punkte auf, im Vorjahreszeitraum belief sich diese noch auf -15 Punkte. Im Mittelpunkt der Kauflust stehen momentan bei den Verbrauchern vor allem Markenartikel im Bereich der Unterhaltungselektronik sowie Kosmetik.

Im Bereich des Textileinzelhandel war in den ersten beiden Monaten 2009 von der positiven Konsumentenstimmung nicht spürbar. Im Gegenteil: So war laut dem TW-Testclub der Umsatz sowohl im Januar 2009 mit -1 % als auch im Februar mit -11 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum rückläufig. Diese Entwicklung war jedoch bei der LUDWIG BECK AG nicht erkennbar. So stieg der filialunbereinigte Umsatz in den ersten beiden Monaten des laufenden Geschäftsjahres um 0,8 % und der filialbereinigte Umsatz sogar um 1,7 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Dies unterstreicht, dass die Zielgruppe der Gesellschaft relativ konjunkturunabhängig einkauft.

Wir gehen für das laufende Geschäftsjahr davon aus, dass sich LUDWIG BECK erneut deutlich besser als die Branche entwickeln wird. Unsere Wachstumserwartungen beim Umsatz haben wir aber aufgrund der konjunkturellen Unwägbarkeiten für das laufende Jahr auf 0,4 % herabgesetzt. Zum Wachstum sollte neben den regelmäßig veranstalteten Events auch die ab Mai um 700 m<sup>2</sup> erweiterte Designerfläche mit dem hieraus resultierenden vergrößerten Sortimentsportfolio in der dritten Etage einen wichtigen Beitrag leisten. Auch sehen wir die anhaltende Aufwertung des Produktspektrums als einen wichtigen Umsatztreiber an.

Des Weiteren gehen wir bei der Wareneinsatzquote von einem konstanten Niveau aus, was wir auf die anhaltende Effizienz seitens des Warenwirtschaftssystems zurückführen.

Bei den Abschreibungen erwarten wir trotz der hohen Investitionen in 2008 sowie die in diesem Jahr geplanten und bereits vorgenommenen Investitio-

nen in Höhe von rund 2 Mio. € einen Rückgang auf 3,7 Mio. €, da im laufenden Geschäftsjahr keine weiteren Sonderabschreibungen durch Impairmenttests anfallen sollten. In den Jahren 2007 und 2008 waren Abschreibungen in Höhe von 0,3 Mio. € bzw. 0,5 Mio. € auf Impairmenttests zurückzuführen.

Beim operativen Ergebnis (EBIT) gehen wir aufgrund der geringer ausfallenden Abschreibungen sowie dem weiteren leichten Kostenrückgang von einem moderaten Wachstum in Höhe von 2,3 % auf dann 8,3 Mio. € aus mit einer EBIT-Marge von 9,6 %. In unserer letzten Schätzung lag unsere EBIT-Erwartung bei 8,7 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 9,6 % entsprach. Wir unterstellen somit trotz der konservativen Umsatzerwartung eine gleichbleibende Marge, da LUDWIG BECK aufgrund des guten Kostenmanagements aus unserer Sicht die Kostenstruktur entsprechend anpassen kann. Daher sind zwar die absoluten Zahlen unserer Schätzung zurückgegangen, die Margen sind jedoch gleich geblieben.

Wir schätzen des Weiteren, dass die Steuerquote auf Konzernebene in den kommenden Geschäftsjahren bei rund 38 % liegen wird. Wir gehen auch davon aus, dass die vorhandenen Verlustvorträge bis zum Jahr 2011 vollständig aufgebraucht sind.

Entsprechend erwarten wir auch beim Jahresüberschuss eine weitere Steigerung im laufenden Geschäftsjahr. Nach 2,7 Mio. € in 2008 gehen wir nun davon aus, dass 2,9 Mio. € im Jahr 2009 erreicht werden können.

## 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. 3,0 % (vorher: 4,3 %) und liegt damit um 1,3 % unter dem Zinssatz, welcher in unserer letzten Studie 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 9,27 % (vorher: 10,80 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich bei der LUDWIG BECK AG durchschnittlich auf 6,00 %. Der Rückgang gegenüber unserer letzten Einschätzung (6,30 %) ist vor allem auf die Umschuldungen im abgelaufenen Geschäftsjahr zurückzuführen. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 50 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,58 % (bisher: 7,80 %).

Kapitalkosten von  
6,58 % ermittelt

<b>Kapitalkosten</b>	
Eigenkapitalkosten	9,27 %
Gewicht in %	50,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	50,00 %
Taxshield in %	35,36 %
<b>WACC</b>	<b>6,58 %</b>



## LUDWIG BECK AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

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

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	14,2%	ewige EBITA - Marge	10,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,9%	effektive Steuerquote im Endwert	38,0%
Working Capital zu Umsatz	1,1%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	Endwert
Umsatz (US)	86,55	87,82	90,45	93,16	95,96	98,84	101,80	104,86	
US Veränderung	0,4%	1,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,89	0,92	0,97	1,00	1,04	1,07	1,10	1,13	
EBITDA	12,02	12,28	12,84	13,23	13,63	14,03	14,46	14,89	
EBITDA-Marge	13,9%	14,0%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	
EBITA	8,32	8,58	9,15	9,59	10,01	10,44	10,86	11,29	
EBITA-Marge	9,6%	9,8%	10,1%	10,3%	10,4%	10,6%	10,7%	10,8%	10,8%
Steuern auf EBITA	-3,16	-3,26	-3,48	-3,64	-3,80	-3,97	-4,13	-4,29	
zu EBITA	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	38,0%
EBI (NOPLAT)	5,16	5,32	5,67	5,95	6,21	6,47	6,73	7,00	
Kapitalrendite	5,1%	5,4%	5,9%	6,3%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,6%
Working Capital (WC)	1,00	1,00	1,03	1,06	1,09	1,13	1,16	1,20	
WC zu Umsatz	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Investitionen in WC	2,74	0,00	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	97,00	95,00	93,50	93,00	92,50	92,50	92,50	92,50	
AFA auf OAV	-3,70	-3,70	-3,70	-3,64	-3,62	-3,60	-3,60	-3,60	
AFA zu OAV	3,8%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	
Investitionen in OAV	-4,14	-1,70	-2,20	-3,14	-3,12	-3,60	-3,60	-3,60	
Investiertes Kapital	98,00	96,00	94,53	94,06	93,59	93,63	93,66	93,70	
EBITDA	12,02	12,28	12,84	13,23	13,63	14,03	14,46	14,89	
Steuern auf EBITA	-3,16	-3,26	-3,48	-3,64	-3,80	-3,97	-4,13	-4,29	
Investitionen gesamt	-1,39	-1,70	-2,23	-3,17	-3,15	-3,63	-3,63	-3,63	
Investitionen in OAV	-4,14	-1,70	-2,20	-3,14	-3,12	-3,60	-3,60	-3,60	
Investitionen in WC	2,74	0,00	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	-0,03	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,47	7,32	7,14	6,42	6,67	6,44	6,70	6,97	114,97
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	110,91	110,90							
Barwert expliziter FCFs	37,33	32,47							
Barwert des Continuing Value	73,58	78,43							
Nettoschulden (Net debt)	47,02	44,46							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	63,90	66,44							
Fremde Gewinnanteile	-9,19	-9,56							
Wert des Aktienkapitals	54,70	56,88							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,695	3,695							
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>14,80</b>	15,39							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	50,0%
Fremdkapitalkosten	6,0%
Zielgewichtung	50,0%
Taxshield	35,4%
WACC	<b>6,6%</b>

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC						
Kapitalrendite	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	
7,4%	15,24	14,65	14,10	13,56	13,05	
7,5%	15,61	15,02	14,45	13,91	13,39	
7,6%	15,99	15,38	<b>14,80</b>	14,25	13,72	
7,7%	16,36	15,75	15,16	14,60	14,06	
7,8%	16,74	16,11	15,51	14,94	14,39	

## Fazit

Mit der im Mai 2008 vorgenommenen Neueröffnung der nunmehr aus 1.000 m<sup>2</sup> bestehenden Musikabteilung in der fünften Etage wurde ein weiterer wichtiger Schritt in der Unternehmensgeschichte der LUDWIG BECK AG erreicht. Bereits kurz nach der Eröffnung konnte in der auf Jazz, Klassik sowie Weltmusik spezialisierte Abteilung ein Umsatzplus in Höhe von 10 % erzielt werden. Des Weiteren hat LUDWIG BECK für die neue Musikabteilung im Rahmen der ECHO Klassik Verleihung den ECHO Sonderpreis verliehen bekommen, was unterstreicht, dass die Qualität der Musikabteilung über die Grenzen Münchens hinaus bei Musikliebhabern einen hervorragenden Ruf inne hat.

Insgesamt konnte der Umsatz der Gesellschaft im Geschäftsjahr 2008 flächenbereinigt um 1,8 % auf 102,6 Mio. € erhöht werden. Neben der Musikabteilung haben auch die weiteren neugestalteten Abteilungen einen wesentlichen Beitrag zu der erfreulichen Umsatzentwicklung geleistet. Im Gegensatz zu der hervorragenden Entwicklung der LUDWIG BECK AG verzeichnete der Textilhandel einen Umsatzrückgang in Höhe von 4 %. Bei den Waren- und Kaufhäusern betrug der Rückgang 1,9 %. Damit konnte sich das *Kaufhaus der Sinne* deutlich entgegen dem allgemeinen Branchentrend entwickeln. Neben dem anhaltenden Erfolg des Kostenmanagements, welches sich u.a. in der Wareneinsatzquote und im Finanzergebnis widerspiegelt, leisteten auch die sonstigen betrieblichen Erträge – basierend auf höheren Mieteinnahmen aus den Shop-in-Shop - einen wesentlichen Beitrag zu dem hervorragenden Ergebnis. Hieraus resultierte ein erfreulicher Anstieg beim EBIT um 13,5 % auf 8,1 Mio. € sowie beim Ergebnis vor Steuern (EBT) um 42,8 % auf 4,5 Mio. €.

Aufgrund des schwierigen Umfeldes gehen wir bei der LUDWIG BECK von einem leichten Wachstum des Bruttoumsatzes in Höhe von 0,4 % aus. Der Nettoumsatz für 2009 beläuft sich nach unseren Schätzungen auf 86,6 Mio. €. Zu dem Wachstum sollten neben den regelmäßigen attraktiven Hausaktionen, wie der aktuellen M.A.C-Aktion in Verbindung mit der Marke „Hello Kitty“ auch der im Stammhaus in 2008 neu eröffnete erste Lifestyle-Label Agent Provocateur Store in München beitragen. Des Weiteren sollte auch die in diesem Jahr vorgenommene Erweiterung der Designerabteilung um 700 m<sup>2</sup> in der 3. Etage Kunden in das Kaufhaus der Sinne locken. Auch stimmt uns die anhaltende Aufwertung des Produktportfolios sowie die ausgewogene Abstimmung auf die Zielgruppen der LUDWIG BECK AG zuversichtlich, dass der Umsatz im Verhältnis zu der zur Verfügung stehenden Verkaufsfläche in den kommenden Jahren langsam weiter ansteigen wird.

Die auf der Bilanzpressekonferenz am 11.03.2009 in München bekanntgegebenen Zahlen für die ersten beiden Monate in 2009 zeigen, dass die Gesellschaft beim laufenden Geschäftsjahr erneut einen hervorragenden Start hinlegen konnte und sich entgegen dem Branchentrend entwickelt. So stieg der Umsatz - trotz der Tatsache, dass der Zeitraum im Vergleich zum Vorjahr zwei Verkaufstage weniger aufweist - per 29.02.2008 flächenunbereinigt um 0,8 % und flächenbereinigt sogar um 1,7 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum. Laut dem TW-Testclub war dagegen in der Textileinzelbranche der Umsatz sowohl im Januar 2009 mit - 1 % als auch im Februar mit - 11 % gegenüber den Vorjahreszeiträumen rückläufig. Dies unterstreicht unsere anhaltend positive Erwartungshaltung, welche sich auch auf die Hauptzielgruppe der LUDWIG BECK, welche relativ konjunkturunabhängig Einkäufe tätigt, stützt. Das *Kaufhaus der Sinne* sollte sich auch in diesem Jahr erneut besser als die Branche entwickeln.



Unter Berücksichtigung all dieser Faktoren haben wir mittels unseres DCF-Modells und auf der Basis unserer Prognosen einen fairen Wert pro Aktie von 14,80 € (zuvor: 14,79 €) auf Basis 2009 ermittelt. Damit ist unser fairer Wert trotz der neuen, aufgrund des schwierigen Umfeldes vorgenommenen konservativeren Schätzungen, auf gleichem Niveau geblieben. Dies entspricht auf aktuellem Kursniveau einem Potenzial von rund 60 %. 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 Wertpapiere 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 (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Sylvia Schmidt, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

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

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG

**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG

Halderstraße 27

86150 Augsburg

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

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

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

Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)