



Researchstudie (Anno)



Ludwig Beck AG

„Konsumperle aus München“

Fairer Wert: 16,00 €

Rating: Kaufen

Stand 18.03.2010

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

LUDWIG BECK AG *5

Rating: KAUFEN

Kursziel: 16,00

aktueller Kurs: 13,54
17.3.2010 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905

WKN: 519990

Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695

Marketcap³: 50,03

EnterpriseValue³: 90,29

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 17,8 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

*Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Damenbekleidung, Accessoires,
Parfümerie

Mitarbeiter: 529 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1861

Firmensitz: München

Vorstand: Dieter Münch, Oliver Haller



Quelle: BIS

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 generiert rund 90 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG bestehen neben dem Stammhaus in München noch die zwei LUDWIG BECK Monolabel-Stores, drei LUDWIG BECK Multilabel-Stores, der LUDWIG BECK Lagerverkauf sowie LUDWIG BECK HAUTNAH in den FÜNF HÖFEN in München. Das angebotene Sortiment beinhaltet vor allem Bekleidung sowie nicht textile Sortimente wie beispielsweise Parfümerie, Kosmetikprodukte, 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.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	86,21	87,20	87,20	88,50
EBITDA	12,22	13,32	13,72	14,12
EBIT	8,14	9,78	10,47	11,12
Jahresüberschuss	2,72	2,24	4,63	5,19

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,73	0,61	1,25	1,40
Dividende je Aktie	0,30	0,35	0,50	0,60

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,14	1,04	1,04	1,02
EV/EBITDA	8,07	6,78	6,58	6,39
EV/EBIT	12,11	9,24	8,63	8,12
KGV	18,43	22,36	10,81	9,64
KBV		1,17		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

22.04.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht
11.05.2010: Hauptversammlung
21.07.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
21.10.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

6.11.2009: RG / 14,80 / KAUFEN
28.10.2009: RS / 14,80 / KAUFEN
9.9.2009: RG / KAUFEN
23.7.2009: RS / 14,80 / KAUFEN
2.6.2009: RS / 14,80 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	4
Aktionärsstruktur.....	4

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	5
----------------------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2009.....	8
Umsatzentwicklung.....	8
Ergebnisentwicklung.....	9
Rentabilität und Ergebnisqualität.....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	11
SWOT-Analyse Ludwig Beck AG.....	12
Prognose und Modellannahmen.....	13
Umsatzprognosen.....	13
Ergebnisprognosen.....	14

Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten	15
Discounted Cashflow-Modell.....	16
Fazit	17

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

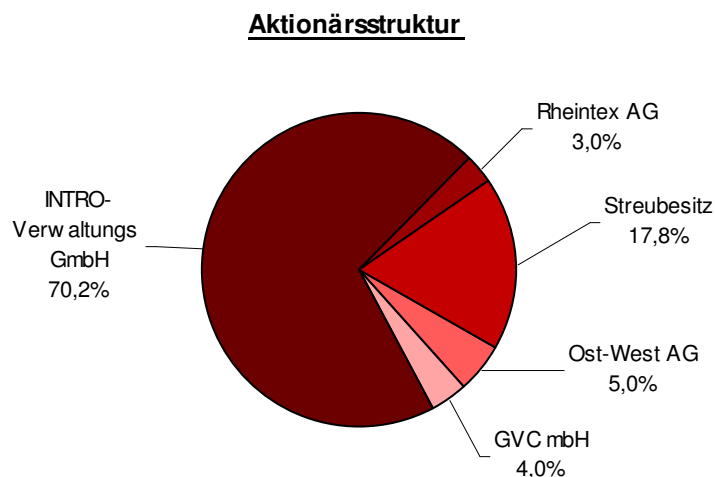
Unternehmen

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 Fremdmarken (Monolabel). Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Stammhaus generiert rund 90 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG bestehen neben dem Stammhaus in München noch die zwei LUDWIG BECK Monolabel-Stores, drei LUDWIG BECK Multilabel-Stores, der LUDWIG BECK Lagerverkauf sowie LUDWIG BECK HAUTNAH in den FÜNF HÖFEN in München. Das angebotene Sortiment beinhaltet vor allem Bekleidung sowie nicht-textile Sortimente wie beispielsweise Parfümerie, Kosmetikprodukte, 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

Anteilseigner	in %
INTRO-Verwaltungs GmbH	70,2 %
Rheintex AG	3,0 %
GVC mbH	4,0 %
Ost-West AG	5,0 %
Streubesitz	17,8 %
Summe	100,0 %



Quelle: Ludwig Beck AG

Markt und Marktumfeld

Das Geschäftsjahr 2009 war auch für die Textilbranche kein leichtes und war begleitet von Insolvenzmeldungen namhafter Marken wie Schiesser, Escada, Woolworth oder Rosner. Dennoch konnte sich die Gesamtbranche verglichen mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung gut behaupten und konnte das Jahr nach ersten Schätzungen des Bundesverbandes des Deutschen Textileinzelhandels (BTE) mit einem Umsatzvolumen von 56 Mrd. € auf dem Vorjahresniveau abschließen. Damit sollte sich der Textileinzelhandel sogar bis zu 2 Prozentpunkte besser als der Gesamteinzelhandel entwickelt haben, so die Prognose von BTE-Verbandspräsident Steffen Jost.

Vor allem der Dezember 2009 fiel dabei besonders gut aus. Nachdem der November ein schwächeres Jahresendgeschäft indizierte, konnte im Dezember ein Plus von 2 % gegenüber 2008 erreicht werden. Begünstigend wirkte dabei das kalte Wetter in der zweiten Monatshälfte. Das Weihnachtsgeschäft ist für den Textileinzelhandel von besonderer Bedeutung, da hier rund 20 % des gesamten Jahresumsatzes erwirtschaftet werden. Hervorzuheben ist dabei auch, dass vor allem Bekleidungs- und Sortimentshäuser in guten Einkaufslagen und mit großen Flächen überdurchschnittlich abschnitten. Dies war auch bei Ludwig Beck erkennbar (siehe Seite 8).

Gestützt wurde die stabile Entwicklung im Textileinzelhandel durch eine allgemein robuste Konsumstimmung. Diese war unter anderem durch politische Maßnahmen, wie dem Kurzarbeitergeld, der Erhöhung des Kindergeldes oder die volle Absetzbarkeit der Krankenkassenbeträge gestützt worden. Der GfK-Konsumklimaindex zeigt diese Stabilität. Noch bis Oktober 2009 wurden ansteigende Notierungen festgestellt, bevor eine leichte Abflachung zum Jahresende hin registriert wurde. Die Haushaltslage Griechenlands und deren befürchtete Einflüsse auf die Konjunktur in Deutschland sowie die gedämpften Einkommenserwartungen waren unseres Erachtens die Auslöser für den jüngsten Rückgang auf 3,3 Punkte im Februar 2010.

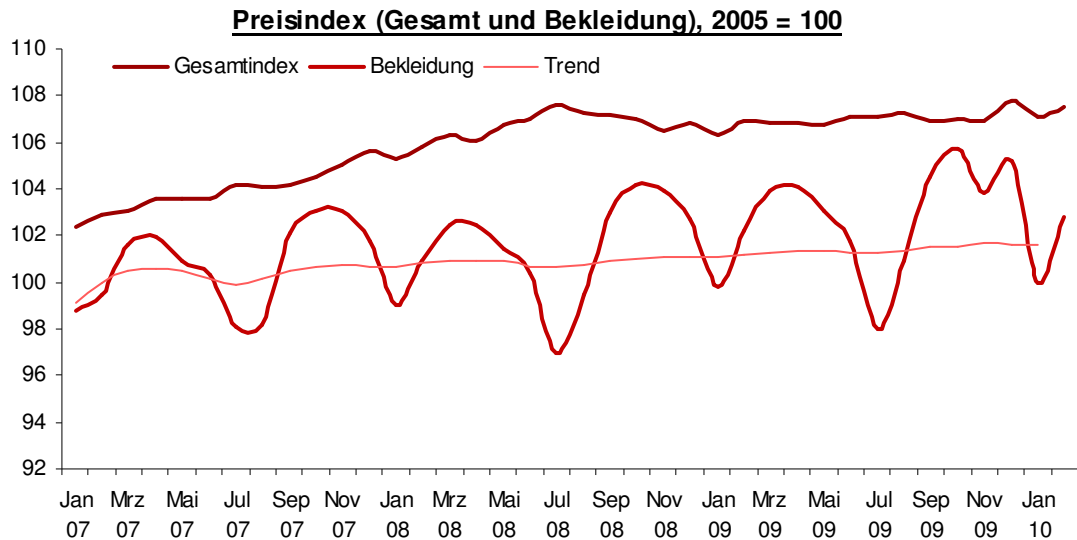


Quelle: GfK, GBC

Nicht nur die politischen Stabilisierungsimpulse sorgten für Stabilität beim privaten Konsum, auch die Verbraucherpreise zeigten sich im Jahresverlauf sehr stabil. Der Verbraucherpreisindex stieg im Jahresdurchschnitt gegenüber 2008 lediglich um 0,4 % an. Dies ist die niedrigste Jahresteuerrate seit der Wiedervereinigung. Wesentlich verantwortlich für diese flache Teuerungsrate waren Preisrückgänge bei Mineralölprodukten sowie Nahrungsmitteln, vor allem bei Molkereiprodukten.

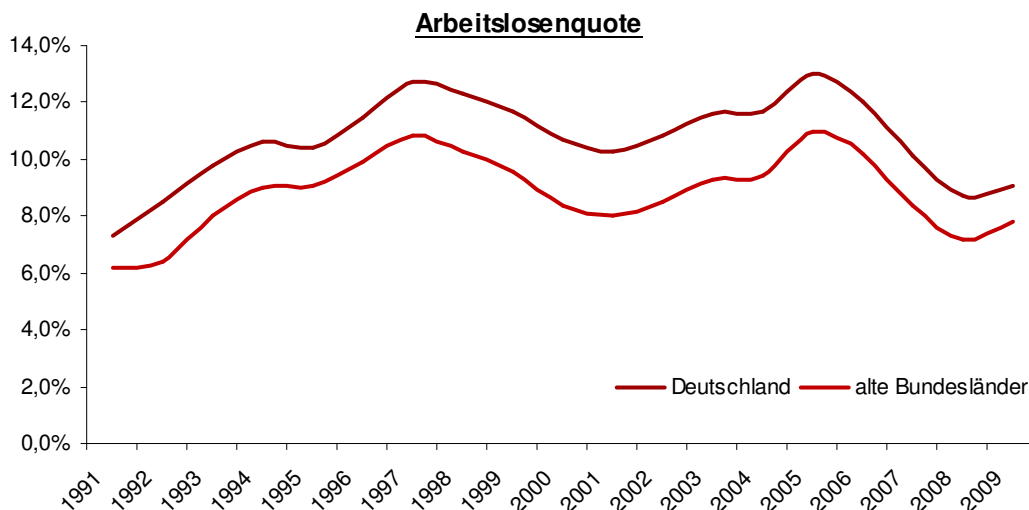
Von Mitte 2008 bis November 2009 bewegte sich der Verbraucherpreisindex nahezu seitwärts. Erst im Dezember wurde, insbesondere getrieben durch eine Verteuerung der Mineralölpreise, wieder ein leichter Anstieg des Preisindex festgestellt.

Auch bei Bekleidung und Schuhen wurde im Dezember ein Preisanstieg von 2,4 % beobachtet. Insgesamt kletterte das Preisniveau im Bereich Bekleidung bereits im Oktober 2009 auf einen neuen Höchststand. Damit wurde der leicht ansteigende Trend der vergangenen Jahre auch in 2009 bestätigt.



Quelle: Statistisches Bundesamt, GBC

Nicht zuletzt stützte eine vergleichsweise stabile Arbeitslosenquote den Konsum in Deutschland. Trotz des scharfen konjunkturellen Einbruchs stieg die Arbeitslosenquote in 2009 nur auf 9,1 % an, nach 8,7 % in 2008. Ein wesentliches stabilisierendes Element war dabei die Kurzarbeit, die zahlreiche Unternehmen davon abhielt maßgeblich Stellen zu kürzen. In den alten Bundesländern gab es ebenfalls einen geringen Anstieg der Arbeitslosigkeit auf 7,8 %, proportional zum Bundesdurchschnitt. In Bayern, dem Einzugsgebiet der Ludwig Beck, lag die Arbeitslosenquote zum Jahresende 2009 mit 4,6 % noch einmal deutlich unter diesem Niveau.



Quelle: Statistisches Bundesamt, GBC

Insgesamt zeigte sich das konjunkturelle Umfeld in Deutschland begünstigend für die Ludwig Beck AG. Der Start ins Jahr 2010 verlief indes mit einer leicht rückläufigen Entwicklung beim Konsumklima und einem leichten Anstieg der Arbeitslosigkeit. Von wesentlichen Umfeldveränderungen kann derzeit jedoch nicht gesprochen werden.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	in %	GJ 2009	in %	GJ 2010e	in %	GJ 2011e	in %
Umsatzerlöse (brutto)	102,578	118,99%	103,742	118,96%	103,768	119,00%	105,315	119,00%
Mehrwertsteuer	-16,372	-18,99%	-16,538	-18,96%	-16,568	-19,00%	-16,815	-19,00%
Umsatzerlöse (netto)	86,206	100,00%	87,204	100,00%	87,200	100,00%	88,500	100,00%
Aktivierete Eigenleistungen	0,219	0,25%	0,081	0,09%	0,050	0,06%	0,050	0,06%
Materialaufwand	-44,836	-52,01%	-44,188	-50,67%	-44,132	-50,61%	-44,693	-50,50%
Rohertag	41,589	48,24%	43,097	49,42%	43,118	49,45%	43,858	49,56%
Sonstige betriebliche Erträge	3,318	3,85%	3,002	3,44%	3,000	3,44%	3,000	3,39%
Personalaufwand	-16,944	-19,66%	-16,840	-19,31%	-16,750	-19,21%	-17,250	-19,49%
Abschreibungen	-4,082	-4,74%	-3,544	-4,06%	-3,250	-3,73%	-3,000	-3,39%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,744	-18,26%	-15,939	-18,28%	-15,650	-17,95%	-15,488	-17,50%
EBIT	8,137	9,44%	9,776	11,21%	10,468	12,00%	11,120	12,56%
Finanzergebnis	-3,691	-4,28%	-3,397	-3,90%	-3,000	-3,44%	-2,750	-3,11%
EBT	4,446	5,16%	6,379	7,32%	7,468	8,56%	8,370	9,46%
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,731	-2,01%	-4,142	-4,75%	-2,838	-3,25%	-3,181	-3,59%
Konzernjahresüberschuss	2,715	3,15%	2,237	2,57%	4,630	5,31%	5,189	5,86%

EBITDA	12,22		13,32		13,72		14,12
in %	14,2		15,3		15,7		16,0
EBIT	8,14		9,78		10,47		11,12
in %	9,4		11,2		12,0		12,6
Ergebnis je Aktie in €	0,73		0,61		1,25		1,40
Dividende je Aktie in €	0,30		0,35		0,50		0,60

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.12.2008	Bilanzstichtag: 31.12.2009
Operatives Anlagevermögen	96,565	95,002
Working Capital	4,170	0,353
Nettoverschuldung	48,540	40,262
Zinsbare Verbindlichkeiten	49,110	44,669
Finanzvermögen	0,570	4,407
Eigenkapitalquote in %	37,0	39,1
Gezeichnetes Kapital	9,446	9,446
Aktienanzahl	3,695	3,695
Bilanzsumme	112,946	109,291

* gemäß Berechnungen GBC

Geschäftsentwicklung 2009 - Deutlich über Erwartungen

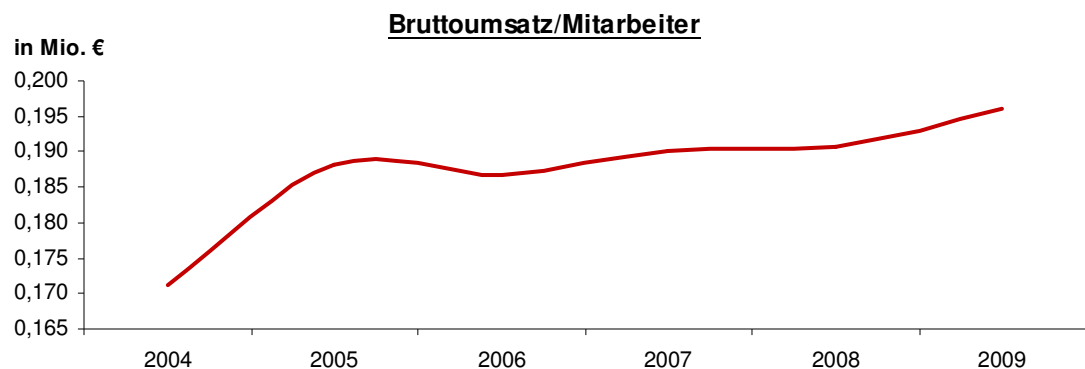
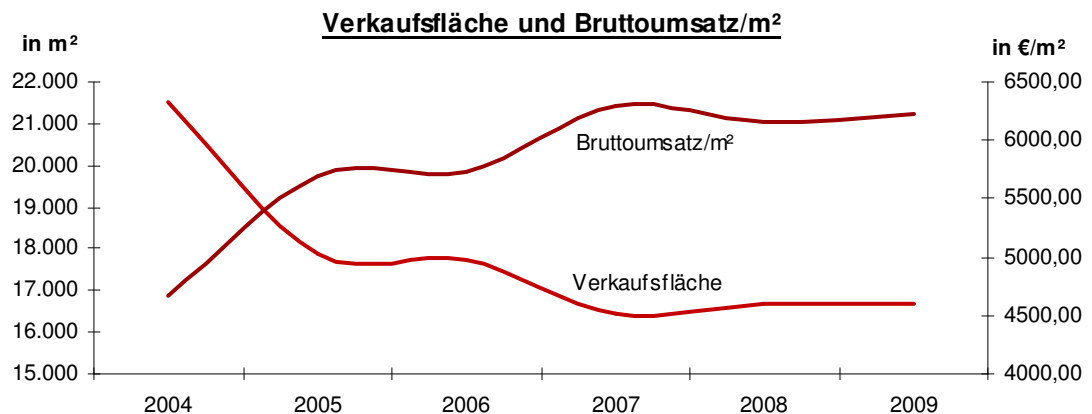
In Mio. €	2008	2009 erwartet	2009 erreicht	Delta 2009e/2009a
Umsatz (netto)	86,21	86,13	87,20	+1,2 %
EBITDA	12,22	12,45	13,32	+7,0 %
EBITDA-Marge	14,2 %	14,5 %	15,3 %	+0,8 Pp.
EBIT	8,14	8,65	9,78	+13,1 %
EBIT-Marge	9,4 %	10,0 %	11,2 %	+1,2 Pp.
Konzernergebnis	2,72	1,40	2,24	+60,0 %

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzentwicklung - weiterhin stabil nach oben

Unsere Umsatzprognose (netto) von 86,13 Mio. € konnte die Ludwig Beck AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 um 1,2 % bzw. 1,02 Mio. € übertreffen. Gegenüber dem Vorjahr wurde damit ein Anstieg von 1,1 % auf 87,20 Mio. € erreicht. Dabei erzielte das Unternehmen mit 88 % den Großteil der Umsatzerlöse im Stammhaus am Marienplatz in München, 12 % entfielen auf die Filialen. Im Stammhaus konnte sogar ein Umsatzanstieg von 2,3 % erreicht werden, während die Filialumsätze leicht rückläufig waren.

Insgesamt konnte sich das Unternehmen damit erneut deutlich von der allgemeinen Entwicklung des Textileinzelhandels in Deutschland abkoppeln. Bereits in den vergangenen Jahren schaffte es Ludwig Beck stets sich dem stagnierenden Konsummarkt zu entziehen. Damit wird deutlich, dass sich die konsequente Konzentration auf die Trading-up-Strategie bezahlt macht. Aber nicht nur die Entwicklung hin zu einem exklusiveren Sortiment sorgte für diese Stärke. Gleichzeitig straffte Ludwig Beck in den vergangenen Jahren das Filialnetz und erweiterte die verfügbaren Verkaufsflächen im Stammhaus. Alle diese Maßnahmen zusammengenommen haben zu einer deutlich optimierten Flächennutzung und zu einem höheren Umsatzbeitrag je Mitarbeiter geführt (siehe Grafiken).

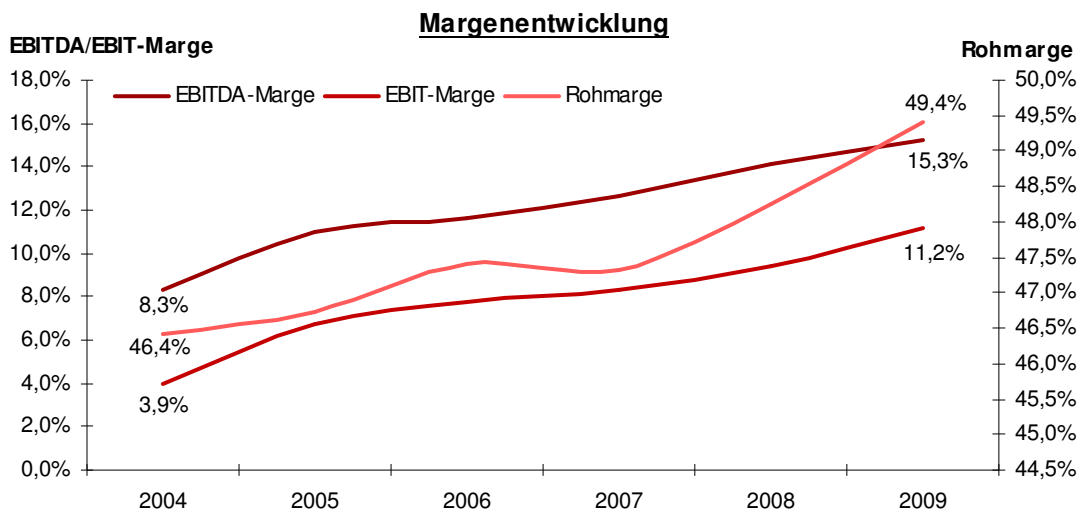


Quelle: Ludwig Beck, GBC

Ergebnisentwicklung - operative Ergebniskennzahlen deutlich besser - EPS durch Steuereffekt negativ beeinflusst

Auch bei den Ergebniskennzahlen wurden unsere Erwartungen übertroffen. Während wir für das Geschäftsjahr 2009 mit einem EBIT von 8,65 Mio. € rechneten, erreichte Ludwig Beck einen tatsächlichen Wert von 9,78 Mio. € Unsere Prognose wurde damit um 13,1 % deutlich übertroffen. Auch die erzielte EBIT-Marge lag mit 11,2 % sowohl deutlich über der von uns erwarteten EBIT-Marge in Höhe von 10,0 %, als auch über dem Vorjahresniveau von 9,4 %. Auch die unternehmenseigene Prognose einer Vorsteueremarge von über 5 % wurde nicht nur erfüllt, sondern weit übertroffen. Tatsächlich erreichte das Unternehmen eine Vorsteueremarge von sogar 7,3 %.

Der Grund für die starke Ergebnisentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr war, neben der erfolgreichen Weiterführung der Trading-up-Strategie, vor allem eine weitere Optimierung der Kostenpositionen. So konnte die Rohermarge auf Grund eines nochmals gesunkenen Wareneinsatzes auf inzwischen 49,4 % gesteigert werden. Im Jahr 2004 lag die Rohmarge noch bei 46,4 %. Aber auch bei den weiteren Kostenpositionen wurden über die vergangenen Jahre hinweg starke Verbesserungen erzielt, was sich auch auf den weiteren Ergebnisstufen positiv bemerkbar machte (siehe Grafik). Lediglich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen mit 15,94 Mio. € um 1,2 % über dem Vorjahreswert. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass darin getroffene Rückstellungen für die Restrukturierung im Filialbereich in Höhe von 0,87 Mio. € enthalten sind. Diesen Effekt herausgerechnet, wären auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen unterhalb des Vorjahres gelegen. Die Marge wäre damit im gleichen Zuge nochmals um rund einen Prozentpunkt höher ausgefallen.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

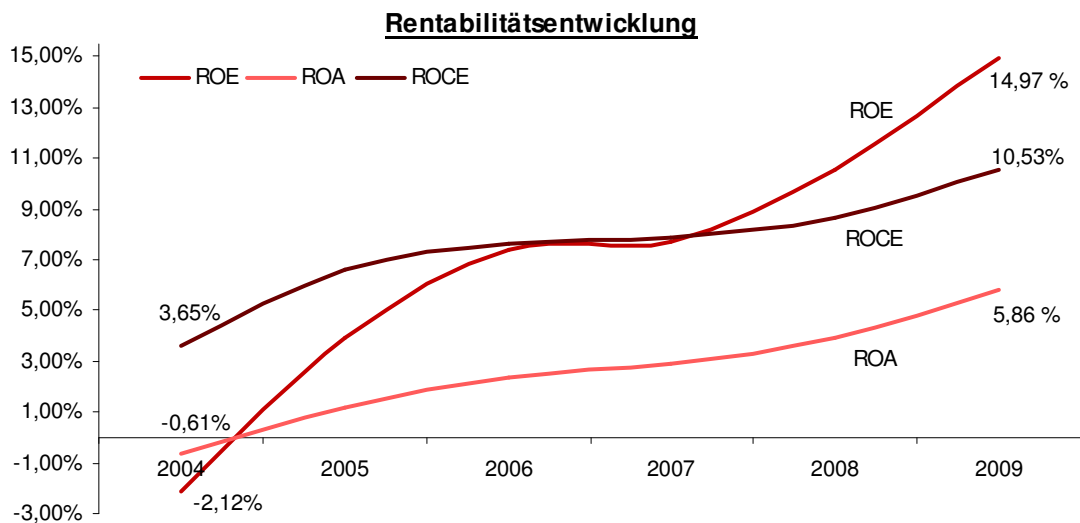
Auch das Zinsergebnis verbesserte sich gegenüber 2008 um 0,29 Mio. € auf -3,40 Mio. €. Hierbei spielte die Rückzahlung der Kredite (siehe *Bilanzielle und finanzielle Situation* auf Seite 11) eine maßgebliche Rolle. Aber auch die Kreditkonditionen konnten auf Grund des allgemein niedrigen Zinsniveaus verbessert werden.

Außerordentlich belastet war hingegen das Steuerergebnis. Auf Grund des Anteils-erwerbs von mehr als 50 % an der Ludwig Beck AG durch die INTRO Verwaltungs GmbH sind sowohl die Verlustvorträge für die Körperschafts-, als auch Gewerbesteuer, verfallen (Schädlicher Beteiligungserwerb gemäß §8c KStG). Hieraus ergab sich eine aufwandswirksame Abschreibung der aktiven latenten Steuern in Höhe von 1,7 Mio. €. Nach Berücksichtigung dieses einmaligen Steuereffektes ergibt sich ein Periodenergebnis in Höhe von 2,24 Mio. €, nach 2,72 Mio. € im Vorjahr.

Dies entspricht einem Ergebnis pro Aktie von 0,61 € (VJ: 0,73 €). Um den Steuer-
effekt bereinigt hätte sich ein Ergebnis pro Aktie von 1,07 € ergeben und wäre da-
mit klar über dem Vorjahresresultat gelegen.

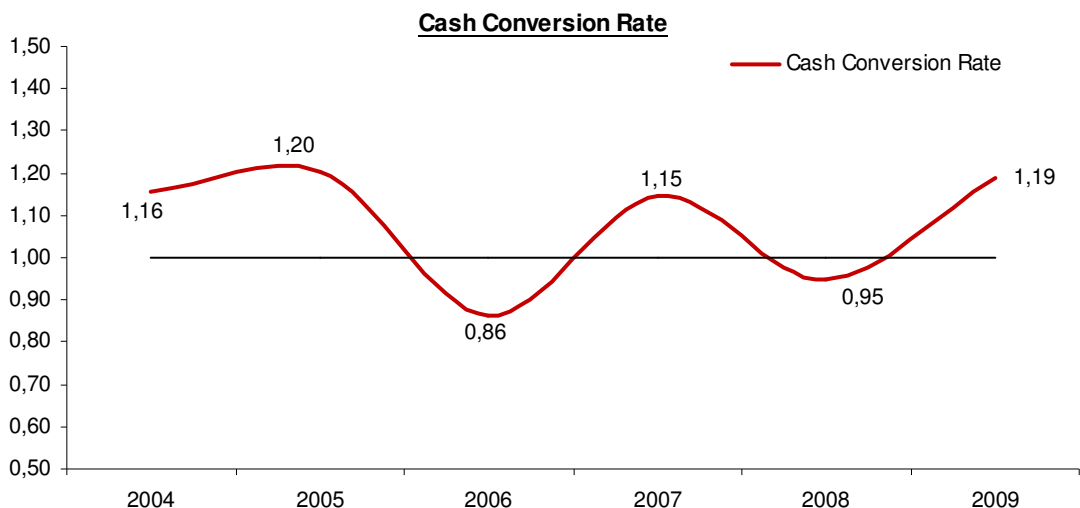
Rentabilität und Ergebnisqualität - Anstrengungen der vergangenen Jahre tragen Früchte

Die erfolgreiche Umsetzung der Trading-up-Strategie, sowie die Optimierungen der
Kostenpositionen haben nicht nur zu einem Anstieg der Umsatzerlöse über dem
Markttrend und überproportionalen Ergebnissteigerungen geführt. Auch bei der
Betrachtung der Rentabilitätskennziffern wird deutlich, dass die Anstrengungen der
letzten Jahre klar Früchte getragen haben. So konnte beispielsweise die Verzin-
sung des von den Aktionären investierten Kapitals innerhalb der vergangenen fünf
Jahre von einem negativen Wert in Höhe von -2,1 % auf 15,0 % (ROE) wesentlich
verbessert werden. Die positive Entwicklung der Rentabilitätskennziffern macht
deutlich, dass die Effizienz des Unternehmens über die vergangenen Jahre hinweg
stark gesteigert wurde.



Quelle: Ludwig Beck, GBC; Berechnung ROE und ROA auf EBT-Basis, Berechnung ROCE auf EBIT-Basis

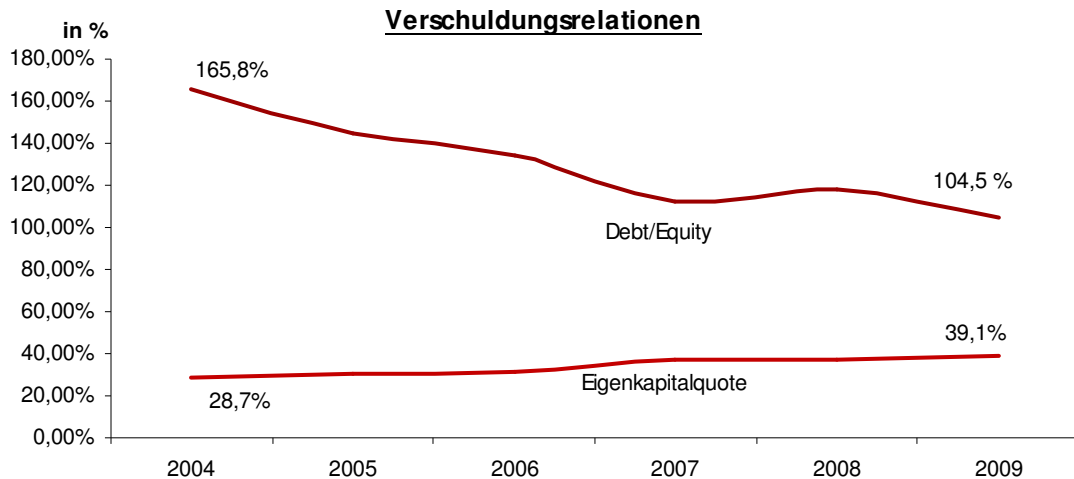
Auch die Ergebnisqualität der Ludwig Beck AG hat sich im gleichen Zuge seit dem
Geschäftsjahr 2004 auf einem konstant hohen Niveau gehalten. Die Cash Con-
version Rate (operativer Cashflow/EBIT) schwankte zuletzt stets um den Wert von 1
und lag im Geschäftsjahr 2009 sogar bei 1,19. Die Kennzahl beweist, dass es Lud-
wig Beck gelingt, das Ergebnis auch in Cashflows zu wandeln. Werte um einen
Quotienten von 1 signalisieren dabei eine hohe Ergebnisqualität.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

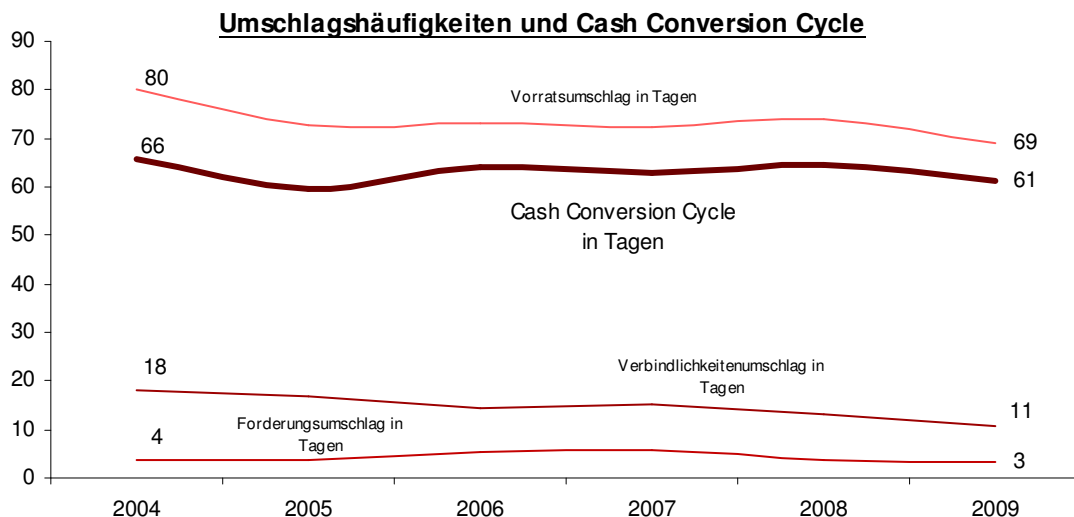
Bilanzielle und finanzielle Situation

Auch bilanziell entwickelte sich die Ludwig Beck AG in den letzten Jahren, inklusive dem Geschäftsjahr 2009, erfreulich. So konnte die Verschuldung des Unternehmens auf der einen Seite abgebaut und auf der anderen Seite die Eigenkapitalquote gestärkt werden. Allein im Geschäftsjahr 2009 führte das Unternehmen per Saldo rund 4 Mio. € an Kreditverbindlichkeiten zurück. Die Relation des verzinslichen Fremdkapitals zum Eigenkapital beträgt inzwischen noch 104,5 %. Im Jahr 2004 belief sich dieses Ratio noch auf 165,8 %. Gleichzeitig kletterte die Eigenkapitalquote seit 2004 von 28,7 % auf 39,1 %. Beide Trends sind als sehr zufriedenstellend zu werten und zeigen eine stetige Verbesserung der bilanziellen Relationen.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Aber nicht nur im Bereich des Eigenkapitals und der Verschuldung haben sich zuletzt erhebliche Verbesserungen eingestellt. Auch im Bereich des Working Capitals erreichte Ludwig Beck seit 2004 starke Effizienzsteigerungen. Sowohl bei der Vorratumschlagshäufigkeit als auch bei der Forderungsumschlagshäufigkeit, wurden im Geschäftsjahr 2009 neue Bestwerte erreicht. Insgesamt sank der Cash Conversion Cycle von 66 Tagen in 2004 auf 61 Tage in 2009. Dies unterstreicht deutlich die erreichten Erfolge bei der Optimierung zur Verringerung der Kapitalbindung. Die Optimierung des Working Capitals ist ein wesentlicher Beitrag zu den konstant starken Cashflows der vergangenen Jahre gewesen (siehe auch Seite 10), was die Schuldentilgung als auch die steigenden Dividendenzahlungen ermöglichte. Auch für 2009 ist eine Dividendenerhöhung um 16,7 % auf 0,35 € vorgesehen.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

SWOT - ANALYSE Ludwig Beck AG

Stärken

- Attraktiver Geschäftsstandort im Zentrum Münchens
- Hoher Bekanntheitsgrad der Marke Ludwig Beck
- Strategische Positionierung im exklusiven Damenmodesegment
- Durch einzigartige Musikabteilung auch außerhalb des textilen Bereichs erfolgreich positioniert
- Bilanzrelationen im Branchenvergleich überdurchschnittlich gut
- Über die vergangenen Jahre stetig steigende Ergebnisse, bei anhaltend hoher Ergebnisqualität
- Langfristige Standortsicherung der Immobilie am Marienplatz

Schwächen

- Asymmetrische Umsatzverteilung auf Grund eines saisonal bedingt besonders starken vierten Quartals
- Flächenwachstumspotenzial am Standort Marienplatz nach dem Umbau der vergangenen Jahre begrenzt
- Zinsbare Verbindlichkeiten machen trotz starker Rückführung im Geschäftsjahr 2009 noch immer rund 40 % der Bilanzsumme aus (der Großteil davon resultiert jedoch aus der Immobilienfinanzierung am Standort Marienplatz)
- Finanzergebnis reduziert das EBIT daher weiterhin um rund 35 %

Chancen

- Deutlich niedrigere Konjunktursensibilität durch Positionierung im gehobenen Preissegment
- Zusätzliche Verbesserung der Ergebnismargen und der Ergebnisqualität durch weitere Filialstraffung möglich
- Diverse Auszeichnungen erhöhen den Markenwert Ludwig Beck weiter und sorgen für gesteigerte Aufmerksamkeit bei Herstellern und Kunden

Risiken

- Eine Erhöhung der Arbeitslosenquote und einer einhergehenden Konsumabschwächung könnte zu einem Nachfragerückgang seitens der Kunden führen
- Diversifikationsrisiken durch Konzentration des Kerngeschäfts auf einen Standort
- Eine niedrigere Anzahl an Öffnungstagen (auf Grund von Feiertagen etc.) sowie eine hohe Anzahl an Schlechtwettertagen beeinflussen das Geschäft negativ

Prognose und Modellannahmen - weitere Ergebnis und Margensteigerungen erwartet

In Mio. €	2009	2010 alt	2010 neu	2011 alt	2011 neu
Umsatz (netto)	87,20	88,07	87,20	90,45	88,50
EBITDA	13,32	12,53	13,72	12,84	14,12
EBITDA-Marge	15,3 %	14,2 %	15,7 %	14,2 %	16,0 %
EBIT	9,78	8,73	10,47	9,15	11,12
EBIT-Marge	11,2 %	9,9 %	12,0 %	10,1%	12,6 %
Konzernergebnis	2,24	3,15	4,63	3,50	5,19

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - stabile Umsätze in 2010 erwartet

Die konjunkturelle Lage hat sich in den ersten Wochen des neuen Jahres nicht wesentlich verändert. Indikatoren wie die Konsumstimmung oder die Arbeitslosenquote haben sich nur minimal verschlechtert, was teilweise jedoch auch saisonal bedingt ist. Dagegen hat der extrem kalte Jahresstart für ein verhaltenes Konsumverhalten in den ersten beiden Monaten des Jahres geführt. Der Absatz des ersten Quartals dürfte damit etwas verhaltener ausgefallen sein als im Vorjahr. Trotz eines verhalteneren Jahresstarts und einem erwartet leicht schwächeren Verlauf im ersten Halbjahr, sollte sich dies im Jahresverlauf jedoch wieder ausgleichen, da im Jahr 2010 zwei Ladentage mehr zur Verfügung stehen als in 2009. Gleichzeitig wird damit gerechnet, dass sich die Arbeitsmarktlage und damit auch die Einkommensaussichten bereits im zweiten Halbjahr 2010 wieder aufhellen.

Insgesamt rechnen wir damit, dass die Umsatzentwicklung der Ludwig Beck AG im Geschäftsjahr 2010 stabil verlaufen wird. Mit 87,20 Mio. € gehen wir von einem Umsatzniveau auf Vorjahresniveau aus. In dieser Prognose ist zudem die Schließung einer weiteren Filiale bereits berücksichtigt. Eine Rückstellung für die Schließung wurde bereits in 2009 getroffen (siehe Ergebnisprognosen). In 2011 sollte die Dynamik dann, vor dem Hintergrund einer allgemein wieder erstarkten Konjunktur, wieder stärker zulegen und zu einem Umsatzwachstum um 1,5 % auf 88,50 Mio. € möglich sein.

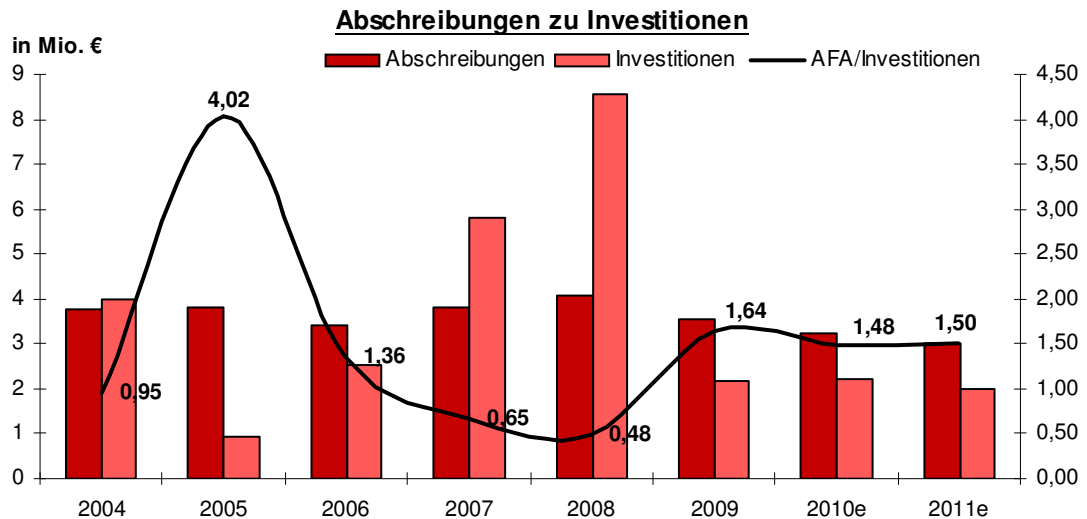
Ergebnisprognosen - Anstieg der EBIT-Marge auf 12 % - Verdopplung des EPS

Nach den starken Verbesserungen beim Wareneinsatz in den vergangenen Jahren rechnen wir für 2010 und 2011 mit nur noch leichten Steigerungen der Rohmargen auf 49,5 %, respektive 49,6 %.

Dennoch erwarten wir für das EBIT eine nochmals deutliche Steigerung gegenüber 2009 von 7,1 % auf 10,47 Mio. €. Dies bedeutet eine EBIT-Margensteigerung auf dann 12,0 %, nach 11,2 % in 2009. Die nochmals starke Margen-Steigerung beim operativen Ergebnis sollte vor allem auf Grund von reduzierten sonstigen betrieblichen Aufwendungen möglich sein. Während in 2009 Rückstellungen in Höhe von 0,87 Mio. € für die Restrukturierung von Filialen getroffen wurden, sollte dieser Aufwand in 2010 nicht mehr zu Buche stehen, was mit einer Reduktion der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um rund 2 % einhergehen sollte. Bereinigt um den Rückstellungseffekt wäre die EBIT-Marge bereits in 2009 in der Größenordnung von 12 % gelegen.

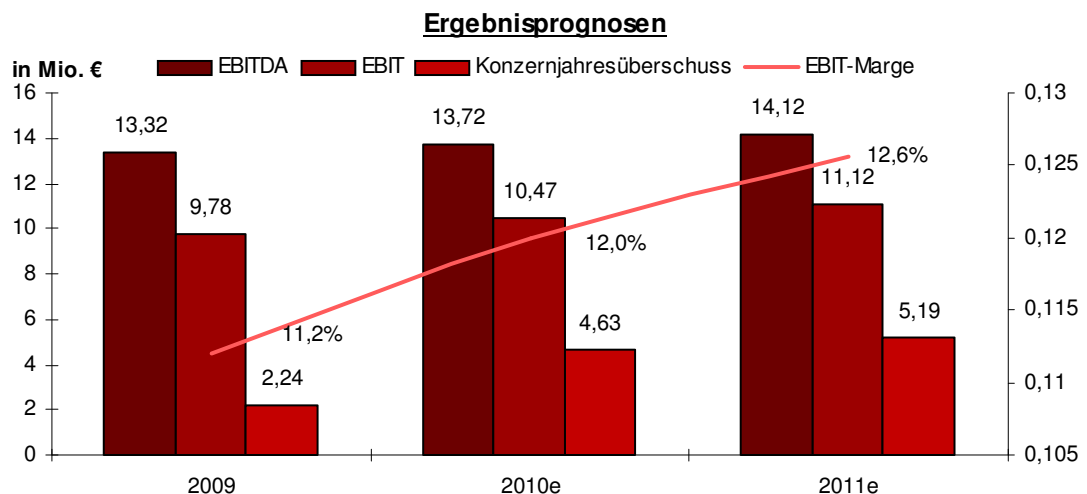
Auch bei den Abschreibungen erwarten wir in 2010 einen weiteren Rückgang auf dann 3,25 Mio. €. Die Investitionen sollen sich nach Unternehmensaussage im Jahr 2010 auf 2,20 Mio. € belaufen. 1,20 Mio. € wurden davon bereits im Januar und Februar 2010 in die zweite Bauphase der Umgestaltung der Designerabteilung investiert. Hohe Investitionsprojekte, wie in den vergangenen beiden Jahren, sind nicht mehr geplant. Dies führt zu einer entsprechenden Abflachung der Abschreibungshöhe. Die deutlich niedrigeren Investitionsvolumina führten in 2009 bereits

dazu, dass sich das Abschreibungs-niveau über den Investitionen bewegte. Der Quotient lag bei 1,64. Auch in 2010 wird eine ähnliche Größenordnung erwartet (siehe Grafik). Dies wird netto zu einem sinkenden Anlagevermögen führen, was dazu beitragen sollte, dass sich die Kapitalrenditen weiter verbessern. Zudem indiziert das hohe Ratio von Abschreibungen zu Investitionen, dass sich die Free-Cashflow-Situation in den kommenden Jahren ebenfalls weiter auf einem guten Niveau bewegen wird. Dies lässt auch in den kommenden Jahren Spielraum für weitere Kredittilgungen sowie Dividendenausschüttungen.



Quelle: GBC

Die fortschreitende Reduktion der Bankverbindlichkeiten wird unseren Prognosen zu Folge gleichzeitig auch zu einer Verbesserung des Zinsergebnisses führen. Nach der Tilgung von netto rund 4 Mio. € an Krediten in 2009 sollte sich damit bereits in 2010 eine weitere Verbesserung bemerkbar machen. Wir gehen davon aus, dass sich das Zinsergebnis von -3,40 Mio. € in 2009 auf -3,00 Mio. € in 2010 verbessert. Der einmalig belastende Steuereffekt durch den Entfall der Verlustvorträge wird in 2010 nicht wiederkehren, so dass sich eine deutlich reduzierte effektive Steuerquote ergeben wird. Wir rechnen mit einer Rückkehr zu den Durchschnittsniveaus der letzten Jahre von rund 38 %. Unterm Strich wird sich damit in 2010 ein deutlich erhöhter Konzernjahresüberschuss ergeben. Wir rechnen mit 4,63 Mio. € und damit mit einer Steigerung um 107 % gegenüber 2009. Pro Aktie bedeutet dies einen Wert von 1,25 €. Damit ergibt sich Spielraum für weitere Dividendenerhöhungen.



Quelle: GBC

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. 3,25 %.

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 1,1429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,54 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 65 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,00 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	9,54 %
Gewicht in %	65,00 %
Fremdkapitalkosten	3,50 %
Gewicht in %	35,00 %
Taxshield in %	22,50 %
WACC	7,00 %

Modellannahmen

Die Ludwig Beck AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 13/14), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 1,50 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 38 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1,5 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,00 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 16,00 €**.

Ludwig Beck AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,5%	ewiges Umsatzwachstum	1,5%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	12,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,2%	effektive Steuerquote im Endwert	38,0%
Working Capital zu Umsatz	1,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	87,20	88,50	89,82	91,17	92,53	93,91	95,32	96,74	
US Veränderung	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
US zu operativen Anlagevermögen	0,93	0,95	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	0,98	
EBITDA	13,72	14,12	14,33	14,54	14,76	14,98	15,20	15,43	
EBITDA-Marge	15,7%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	10,47	11,12	11,33	11,57	11,74	11,92	12,10	12,28	
EBITA-Marge	12,0%	12,6%	12,6%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-3,98 38,0%	-4,23 38,0%	-4,31 38,0%	-4,40 38,0%	-4,46 38,0%	-4,53 38,0%	-4,60 38,0%	-4,67 38,0%	-4,67 38,0%
EBI (NOPLAT)	6,49	6,89	7,03	7,17	7,28	7,39	7,50	7,61	
Kapitalrendite	6,8%	7,3%	7,5%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Working Capital (WC)	0,64	1,00	1,02	1,03	1,05	1,06	1,08	1,09	
WC zu Umsatz	0,7%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Investitionen in WC	-0,29	-0,36	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	93,75	92,75	92,00	93,38	94,77	96,19	97,63	99,15	
AFA auf OAV	-3,25	-3,00	-3,00	-2,97	-3,02	-3,06	-3,11	-3,15	
AFA zu OAV	3,5%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	
Investitionen in OAV	-2,00	-2,00	-2,25	-4,35	-4,41	-4,48	-4,54	-4,68	
Investiertes Kapital	94,39	93,75	93,02	94,41	95,82	97,25	98,70	100,24	
EBITDA	13,72	14,12	14,33	14,54	14,76	14,98	15,20	15,43	
Steuern auf EBITA	-3,98	-4,23	-4,31	-4,40	-4,46	-4,53	-4,60	-4,67	
Investitionen gesamt	-2,28	-2,36	-2,26	-4,36	-4,43	-4,49	-4,56	-4,69	
Investitionen in OAV	-2,00	-2,00	-2,25	-4,35	-4,41	-4,48	-4,54	-4,68	
Investitionen in WC	-0,29	-0,36	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,46	7,53	7,76	5,78	5,87	5,96	6,05	6,07	113,19
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	105,62	105,47							
Barwert expliziter FCFs	35,09	30,00							
Barwert des Continuing Value	70,53	75,46							
Nettoschulden (Net debt)	37,10	34,16							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	68,52	71,30							
Fremde Gewinnanteile	-9,39	-9,78							
Wert des Aktienkapitals	59,12	61,53							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,695	3,695							
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,00	16,65							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	65,0%
Fremdkapitalkosten	3,5%
Zielgewichtung	35,0%
Taxshield	35,4%
WACC	7,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%
7,5%	16,34	15,85	15,38	14,94	14,50
7,6%	16,66	16,17	15,69	15,24	14,80
7,7%	16,98	16,48	16,00	15,54	15,09
7,8%	17,31	16,80	16,31	15,84	15,38
7,9%	17,63	17,11	16,62	16,14	15,68

Fazit

keine Konsumschwäche bei Ludwig Beck - Ergebnisse auch im Geschäftsjahr 2009 stark

Wie bereits in den letzten Jahren, zeigte sich auch im Geschäftsjahr 2009, dass sich die konsequente Verfolgung der Trading-up-Strategie am Stammhaus in München bezahlt macht. Trotz eines gewohnt schwierigen Konsumumfeldes erreichte das Unternehmen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 eine Steigerung der Nettoumsatzerlöse von 1,2 % auf 87,20 Mio. €. Insbesondere die gute Entwicklung des Stammhauses am Münchner Marienplatz zeichnete diesen Erfolg aus.

Aber auch bei den Ergebniskennzahlen zeigte Ludwig Beck einmal mehr starke Verbesserungen gegenüber dem Vorjahr. So legte das EBIT gegenüber 2009 um 20,1 % auf 9,78 Mio. € zu. Die Steigerung war damit deutlich überproportional zu den Umsatzerlösen und ist insbesondere auf eine Verbesserung des Wareneinsatzes und der Personalkosten zurückzuführen. Die EBIT-Marge erhöhte sich in der Konsequenz von 9,4 % merklich auf 11,2 %.

Durch den Verfall von Verlustvorträgen im Zuge des Mehrheitserwerbs durch die INTRO-Verwaltungs GmbH mussten aktive latente Steuern in Höhe von 1,70 Mio. € aufgelöst werden, was zu einer einmaligen, außerordentlichen Erhöhung des Steueraufwandes führte. Dadurch lag das Konzernergebnis mit 2,24 Mio. € unter dem Vorjahresniveau. Nichtsdestotrotz wird der Vorstand auf der Hauptversammlung eine Erhöhung der Dividende um 16,7 % auf 0,35 € vorschlagen.

Wir schätzen den Verlauf des Geschäftsjahres 2009 als sehr positiv ein. Es konnten nicht nur die absoluten und relativen Ergebnisse verbessert werden, auch die Kapitalrenditen erfuhren weitere Zuwächse. Bilanziell reduzierte Ludwig Beck die Finanzverbindlichkeiten deutlich und stärkte die Eigenkapitalquote auf nunmehr 39,1 %.

Das Ergebnis 2009 war zudem durch getroffene Rückstellungen für Restrukturierungen des Filialnetzes um 0,87 Mio. € belastet. Dies herausgerechnet, wäre die EBIT-Marge bereits in 2009 bei Werten um 12 % gelegen. Dieser Wert sollte nach unseren Schätzungen nun im Geschäftsjahr 2010 erreicht werden. Absolut erwarten wir damit ein EBIT von 10,47 Mio. €. Unsere bisherige Prognose haben wir folglich nach oben angepasst. Zudem gehen wir davon aus, dass durch den Anstieg des Konzernergebnisses im kommenden Jahr eine nochmals deutlichere Dividendenanhebung auf dann 0,50 € erfolgt.

Auch das Kursziel von 14,80 € haben wir nach den vorgenommenen Schätzungsänderungen auf nunmehr 16,00 € nach oben adjustiert. Bei einem aktuellen Kurs von 13,54 € ergibt sich damit für das Geschäftsjahr 2010 ein Kurspotenzial von fast 20 %. Die Bewertungseinschätzung KAUFEN bleibt damit unverändert.

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 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)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) 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 Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) 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:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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



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