



Researchstudie (Anno)



**Umsatz und Ergebnis weiter gesteigert -
Kursziel erhöht - KAUFEN bestätigt**

Kursziel: 25,00 €

Rating: Kaufen

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

LUDWIG BECK AG *5

Rating: KAUFEN

Kursziel: 25,00

aktueller Kurs: 18,90
17.3.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905

WKN: 519990

Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695

Marketcap³: 69,84
EnterpriseValue³: 102,31
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 17,5 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VISCARDI

Analysten:

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

*Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite V

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

Fokus: Damenbekleidung, Accessoires,
Parfümerie

Mitarbeiter: 513 Stand: 31.12.2010

Gründung: 1861

Firmensitz: München

Vorstand: Dieter Münch, Christian Greiner



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 zwei Filialen (ab April 2011 nur noch ein ESPRIT Monolabel-Store im OEZ München) 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	87,20	90,11	89,33	91,11
EBITDA	13,32	16,89	16,30	17,37
EBIT	9,78	13,74	13,40	14,57
Jahresüberschuss	2,24	6,44	6,78	7,57

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,61	1,74	1,84	2,05
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,50	0,35

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,26	1,14	1,15	1,12
EV/EBITDA	8,27	6,06	6,28	5,89
EV/EBIT	11,26	7,45	7,64	7,02
KGV	31,22	10,85	10,29	9,23
KBV		1,47		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
20.04.2011: Veröffentlichung Q1-Bericht
12.05.2011: Hauptversammlung
20.07.2011: Veröffentlichung HJ-Bericht
20.10.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
22.10.2010: RS / 20,00 / KAUFEN
22.7.2010: RS / 16,50 / KAUFEN
27.4.2010: RS / 16,00 / KAUFEN
18.3.2010: RS / 16,00 / 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

Aktionärsstruktur.....	1
Unternehmensstruktur.....	1

Markt und Marktumfeld

Konsumklima.....	2
Bekleidungsmarkt.....	2

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2010.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	6
SWOT-Analyse Ludwig Beck AG.....	7
Prognose und Modellannahmen.....	8

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	10
Modellannahmen.....	10
Bestimmung der Kapitalkosten.....	10
Bewertungsergebnis.....	10
Bewertungsmodell.....	11
Fazit	12

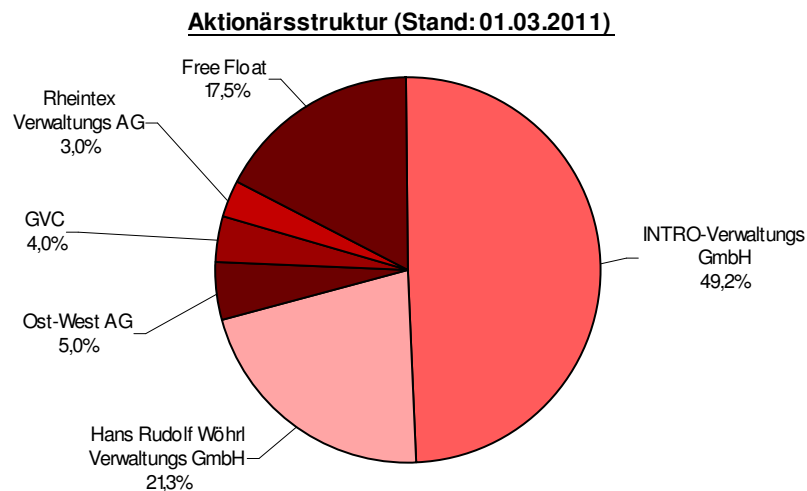
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	III
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	V

Unternehmen

Aktionärsstruktur

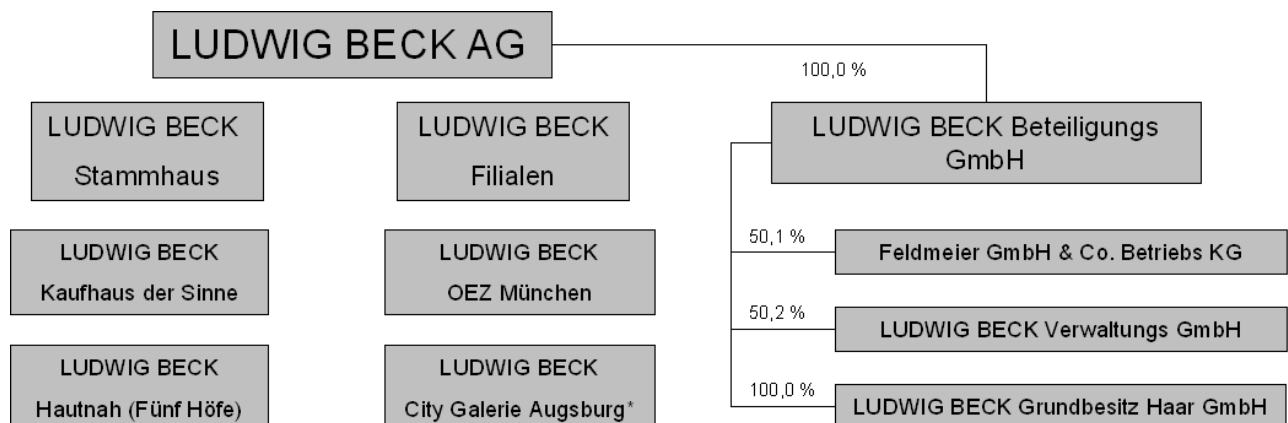
Anteilseigner	in %
INTRO-Verwaltungs GmbH	49,2%
Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH	21,3%
Ost-West Beteiligungs- und Grundstücksverwaltungs-AG	5,0%
GVC Gesellschaft für Venture Capital Beteiligungen mbH	4,0%
Rheintex Verwaltungs AG	3,0%
Streubesitz	17,5%
Summe	100,0 %



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Durch ein Übernahmeangebot an die freien Aktionäre im Jahr 2009 vergrößerte sich der Stimmrechtsanteil der INTRO Verwaltungs GmbH auf 70,2 %. Im Dezember 2010 unterschritt die INTRO-Verwaltungs GmbH die Meldeschwelle von 50 % wieder und hält seither noch 49,2 % der Anteile. Gleichzeitig meldete Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH im Dezember 2010 einen Stimmrechtsanteil von 21,0 %. Anfang März 2011 erhöhte sich dieser nochmals auf 21,3 %. Beide Gesellschaften sind Herrn Hans Rudolf Wöhrl zuzurechnen, womit sich der ihm zurechenbare Gesamtstimmrechtsanteil nun auf 70,5 % beläuft. Bei den Veränderungen der Stimmrechtanteile hat es sich demnach um eine Umgliederung der Besitzanteile und einem leichten Zukauf gehandelt. Der Streubesitz beläuft sich damit nun auf 17,5 %, welcher sich nach wie vor aus über 2.000 Kleinaktionären zusammensetzt.

Unternehmensstruktur



Quelle: Ludwig Beck, GBC; * Die Filiale Augsburg wird im April 2011 geschlossen

Markt und Marktumfeld

Konsumklima - Stimmung der Verbraucher auf Rekordniveau

Das Instrument der Kurzarbeit während der vergangenen Finanzkrise, die rasche Erholung der deutschen Wirtschaft nach der Finanzkrise sowie der stabile konjunkturelle Ausblick auf das laufende Jahr haben dem deutschen Konsum in den vergangenen Monaten zu einem massiven Auftrieb verholfen. So konnte der private Konsum im Jahr 2010 in Deutschland um 2,4 % zulegen. Dieser Anstieg konnte trotz dem Auslaufen der Abwrackprämie und damit um 16,7 % niedrigeren Ausgaben für Autos erreicht werden. Ohne Autos hätte der Anstieg sogar 3,4 % betragen. Auch für 2011 ist nach den Prognosen des Münchner ifo-Instituts ein weiterhin kräftiges Wachstum um 1,4 % zu erwarten.

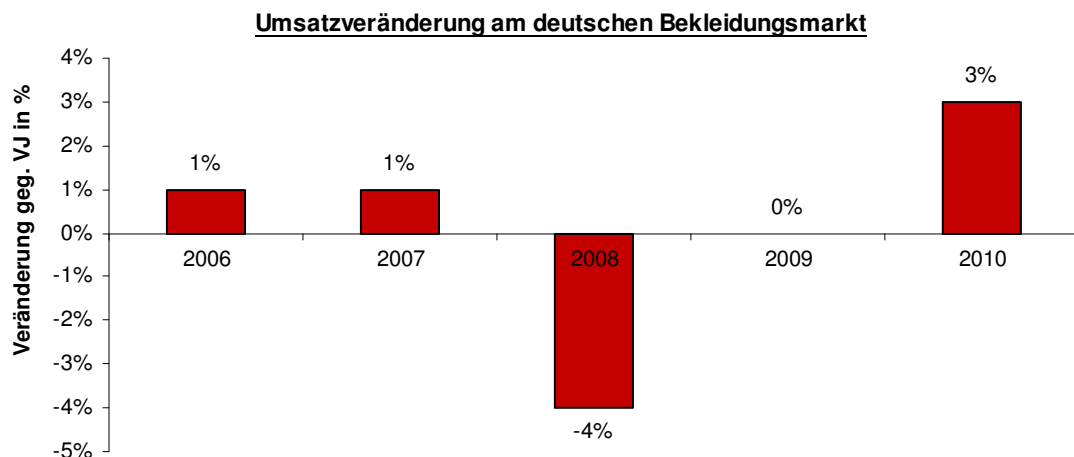
Gestützt wird diese Annahme durch den GfK-Konsumklimaindex, welcher für März einen Wert von 6,0 Punkten wiedergibt und damit auf dem höchsten Niveau seit Beginn der Immobilienkrise in den USA Mitte 2007 notiert.



Quelle: GfK, GBC

Bekleidungsmarkt - 2010 mit stärkstem Wachstum seit 18 Jahren

Noch dynamischer verhielt sich im Vergleich zum Gesamtkonsum der Modehandel, welcher im Jahr 2010 ein Rekordjahr absolvierte. Mit einem Umsatzzuwachs um 3 % konnte der höchste Anstieg seit 18 Jahren registriert werden. Während im Krisenjahr 2008 ein spürbarer Kundenrückgang zu verzeichnen war und daher Abschriften vorgenommen werden mussten, machten sich nun gezieltere Ordervorgänge und optimale Wetterbedingungen zum jeweiligen Modesaisionwechsel positiv bemerkbar. Zum Umsatzzuwachs beigetragen hat auch die Bereitschaft der Kunden höhere Preise zu bezahlen.



Quelle: TW-Testclub, GBC

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2009	in %	GJ 2010	in %	GJ 2011e	in %	GJ 2012e	in %
Umsatz (brutto)	103,742	119,0%	107,208	119,0%	106,296	119,0%	108,422	119,0%
Mehrwertsteuer	-16,538	-19,0%	-17,099	-19,0%	-16,972	-19,0%	-17,311	-19,0%
Umsatz (netto)	87,204	100,0%	90,109	100,0%	89,325	100,0%	91,111	100,0%
Andere Aktivierte Eigenleistungen	0,081	0,1%	0,050	0,1%	0,000	0,0%	0,000	0,0%
Materialaufwand	-44,188	-50,7%	-44,645	-49,5%	-43,992	-49,3%	-44,827	-49,2%
Rohertag	43,097	49,4%	45,514	50,5%	45,332	50,8%	46,284	50,8%
Sonstige betriebliche Erträge	3,002	3,4%	3,475	3,9%	3,000	3,4%	3,000	3,3%
Personalaufwand	-16,840	-19,3%	-17,047	-18,9%	-17,450	-19,5%	-17,250	-18,9%
Abschreibungen	-3,544	-4,1%	-3,147	-3,5%	-2,900	-3,2%	-2,800	-3,1%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,939	-18,3%	-15,057	-16,7%	-14,582	-16,3%	-14,660	-16,1%
EBIT	9,776	11,2%	13,738	15,2%	13,400	15,0%	14,574	16,0%
Finanzergebnis	-3,397	-3,9%	-3,837	-4,3%	-2,800	-3,1%	-2,750	-3,0%
EBT	6,379	7,3%	9,901	11,0%	10,600	11,9%	11,824	13,0%
Steuern	-4,142	-4,7%	-3,462	-3,8%	-3,816	-4,5%	-4,257	-4,9%
Konzernjahresüberschuss	2,237	2,6%	6,439	7,1%	6,784	7,4%	7,568	8,0%

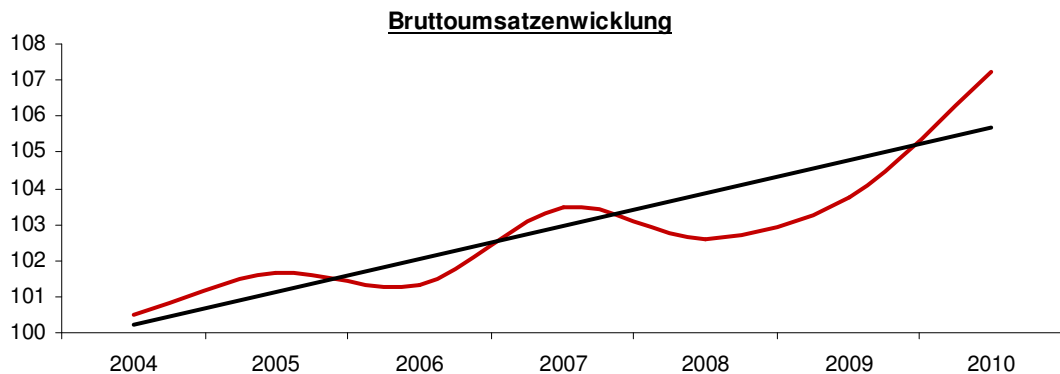
EBITDA	13,320		16,885		16,300		17,374
in % vom Nettoumsatz	15,3		18,7		18,3		19,1
EBIT	9,776		13,738		13,400		14,574
in % vom Nettoumsatz	11,2		15,3		15,0		16,0
Aktienanzahl in Mio. Stück	3,695		3,695		3,695		3,695
Ergebnis je Aktie in €	0,61		1,74		1,84		2,05
Dividende je Aktie in €	0,35		0,35		0,50		0,35

Geschäftsentwicklung 2010 - Umsatzsteigerung und Rekordergebnis

in Mio. €	GJ 2009	Δ 2009/2010	GJ 2010
Umsatzerlöse (netto)	87,20	+3,3 %	90,11
EBITDA (Marge)	13,32 (15,3 %)	+26,8 % (+3,4 Pp.)	16,89 (18,7 %)
EBIT (Marge)	9,78 (11,2 %)	+40,5 % (+4,0 Pp.)	13,74 (15,2 %)
Jahresüberschuss	2,24	+187,8 %	6,44
EPS in €	0,61	+187,8 %	1,74

Quelle: Ludwig Beck, GBC

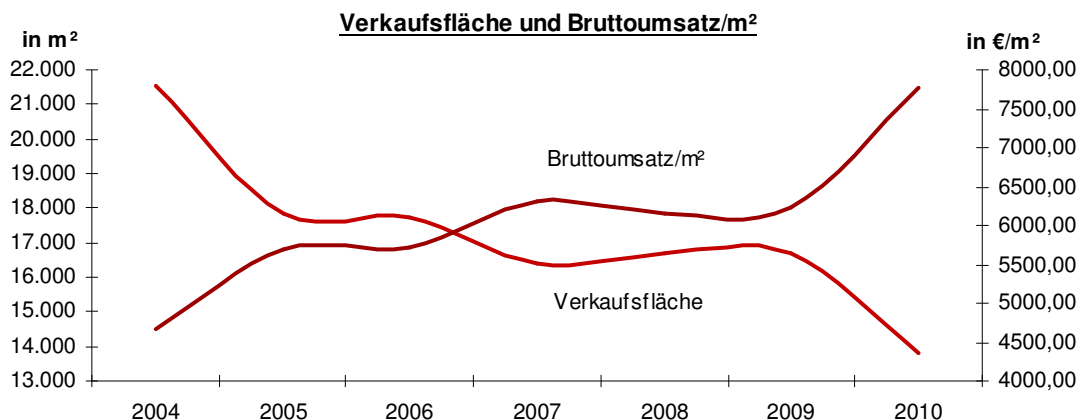
Umsatzentwicklung - Umsätze legen überproportional zum Marktwachstum zu



Quelle: Berechnungen GBC

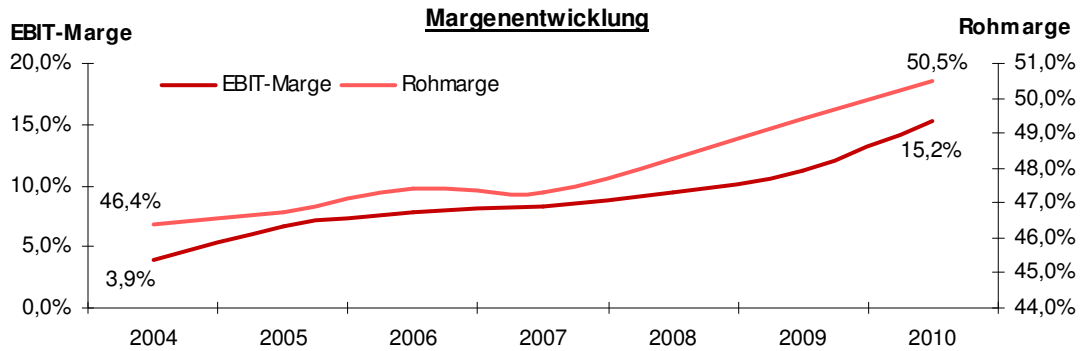
In den vergangenen Jahren gelang es der Ludwig Beck die Umsatzerlöse sukzessive zu steigern. Kurzzeitig unterbrochen von den konsumhemmenden Effekten durch die Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 2007, verzeichnete das Umsatzwachstum in den vergangenen Geschäftsjahren einen stetigen Aufwärtstrend und markierte im Geschäftsjahr 2010 ein Niveau von 107,21 Mio. € (brutto). Mit einem flächenbereinigten Zuwachs um 5,3 % lag die Steigerungsrate der Bruttoumsatzerlöse deutlich oberhalb des Marktwachstums, das mit 3,0 % festgestellt wurde.

Die Betrachtung der Umsatzentwicklung der vergangenen Jahre verdeutlicht die konsequente Trading-up-Strategie der Gesellschaft. So wurden unrentable Filialen geschlossen und eine Konzentration auf das Stammhaus am Marienplatz in München durchgeführt. Gleichzeitig wurde das Angebot im Stammhaus erweitert, das Produktsortiment aufgewertet und die Attraktivität des Einkaufserlebnisses für den Kunden bewusst vergrößert. Damit erreichte das Unternehmen eine klare Verbesserung der Flächeneffizienz, wie auch im untenstehenden Schaubild deutlich wird. Während die Gesamtverkaufsfläche zurückgeführt wurde, erhöhte sich der Bruttoumsatz pro m² Verkaufsfläche seit dem Jahr 2004 deutlich um 66,5 %.



Quelle: Berechnungen GBC

Ergebnisentwicklung - Rekordergebnis in 2010 erzielt - hohe Rentabilität



Quelle: Berechnungen GBC

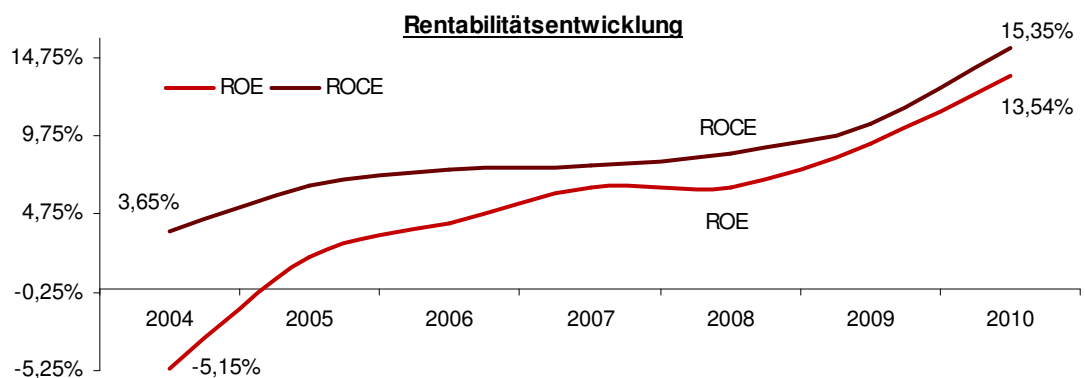
Neben der gesteigerten Flächeneffizienz konnte der Ludwig Beck-Konzern in den vergangenen Jahren auch die Kostenstruktur stetig verbessern. So kletterte beispielsweise die Rohertragsmarge auf nunmehr 50,5 %. Noch im Geschäftsjahr 2004 war diese bei 46,4 % gelegen. Aber auch im Bereich der sonstigen betrieblichen Kosten wurden starke Einsparungspotenziale gehoben, was auch im Zusammenhang mit den Filialschließungen zu sehen ist. Dem Anstieg konnten erfreulicherweise auch die hohen Baumwollpreise nicht entgegenwirken, da die Rohstoffeffekte im gehobenen Preissegment, in welchem Ludwig Beck aktiv ist, nicht in dem Maße beeinflussen wie bspw. im Niedrigpreissegment.

Auch bei der Personalkostenquote konnten Verbesserungen erzielt werden. Diese lag mit 18,9 % nochmals um 0,4 Prozentpunkte unterhalb des Vorjahresniveaus, was auch im Zusammenhang mit der reduzierten Mitarbeiterzahl im Zuge der Filialschließungen zu sehen ist.

Insgesamt erreichte die Gesellschaft damit in den letzten Jahren eine beachtliche Steigerung der Rentabilität. So verbesserte sich das EBIT seit dem Jahr 2004 um mehr als 300 % auf nunmehr 13,74 Mio. € im Geschäftsjahr 2010. Mit einem Zuwachs um 40,5 % in 2010 legte die Ergebnisdynamik zuletzt sogar noch einmal zu. Im gleichen Zuge machte sich diese Verbesserung auch in den Margen bemerkbar. Die EBIT-Marge erreichte im Geschäftsjahr 2010 ein Niveau von 15,2 %, 4,0 Prozentpunkte mehr als in 2009. Nachdem 2009 ergebnisseitig bereits ein Rekordjahr in der nunmehr 150-jährigen Firmengeschichte war, konnte dies nun noch einmal klar übertroffen werden.

Sowohl die unternehmenseigene Prognose, die von einem EBT größer 9,00 Mio. € ausgegangen war, als auch unsere EBT-Prognose von 9,30 Mio. €, wurde mit dem erzielten Resultat von schlussendlich 9,90 Mio. € mehr als deutlich übertroffen.

Nicht zuletzt machen sich die gesteigerten Ergebnisniveaus und damit das Resultat des Trading-up-Prozesses bei den Kapitalrenditen bemerkbar. Die Eigenkapitalrendite lag in 2010 inzwischen bei einem Wert von 13,5 %, die Rendite auf das eingesetzte Kapital (Return on Capital Employed = ROCE) sogar 15,4 %. Beide Werte übersteigen die Vorjahresgrößen maßgeblich und stellen im Branchenvergleich absolute Spitzenwerte dar.



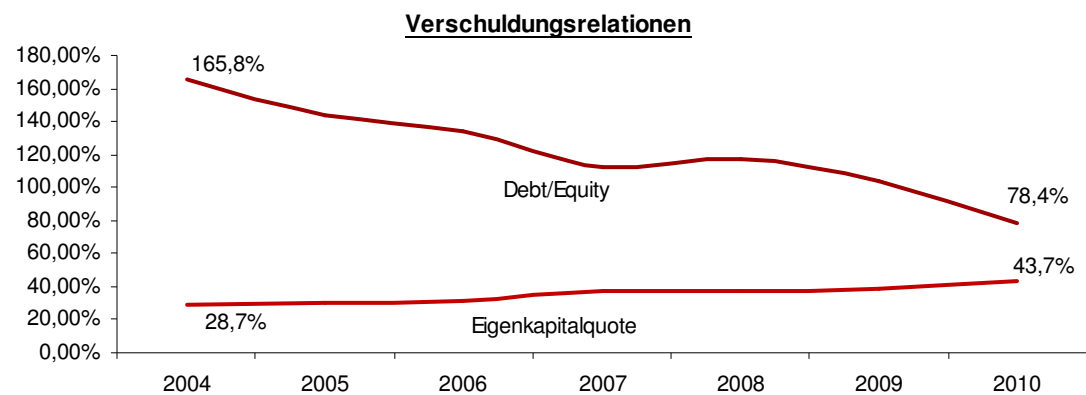
Quelle: Berechnungen GBC

Bilanzielle und finanzielle Situation - EK-Quote steigt weiter - Verschuldung reduziert

in Mio. €	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010
Eigenkapital	41,75	42,75	47,56
EK-Quote	37,0 %	39,1 %	43,7 %
Finanzverbindlichkeiten	49,11	44,67	37,28
Operatives Anlagevermögen	96,57	95,00	93,76
Working Capital	4,17	0,35	-0,95
Liquide Mittel	0,57	4,41	4,80

Quelle: Berechnungen GBC

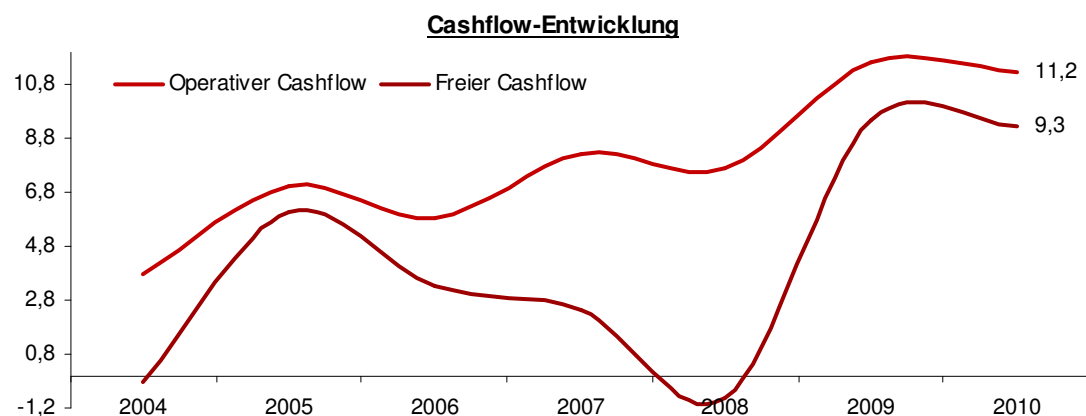
Im Gleichklang mit der verbesserten Kosteneffizienz und Rentabilität verbesserte sich auch die bilanzielle Qualität der Ludwig Beck-Konzern in den vergangenen Jahren nachhaltig. So konnte die Eigenkapitalbasis auf Grund der verbesserten Ergebnissituation merklich gestärkt werden, was sich in einem Anstieg der Eigenkapitalquote von 28,7 % im Jahr 2004 auf 43,7 % in 2010 bemerkbar machte.



Quelle: Berechnungen GBC

Daneben war es dem Unternehmen auf Grund konstant starker Free-Cashflows möglich die Verschuldung nachhaltig zu reduzieren. Innerhalb von sechs Geschäftsjahren sank diese um 30,4 % auf 37,28 Mio. €. Das Verhältnis von Finanzverschuldung zum Eigenkapital reduzierte sich im gleichen Zeitraum auf 78,4 %. Da in 2010 zudem auf Grund des günstigen Zinsniveaus eine Umschuldung vorgenommen wurde, wird dies insbesondere in den kommenden Geschäftsjahren einen erhöhenden Effekt auf das Vorsteuerergebnis haben.

Nicht zuletzt war die Verbesserung der Bilanzrelationen möglich, da die vorgenommenen Effizienzsteigerungen auch zu einer deutlichen Absenkung des Working Capitals geführt haben (siehe Tabelle), was dazu beitrug, stetig starke Cashflows zu generieren, mit einem erheblichen Innenfinanzierungseffekt, insbesondere in den vergangenen beiden Geschäftsjahren. Gleichzeitig geben die Cashflow-Kenngrößen mit ihrer hohen Korrelation zu den Ergebniskennzahlen Ausdruck über die hohe Ergebnisqualität des Ludwig Beck-Konzerns.



Quelle: Berechnungen 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 (Saisonalität)
- Flächenwachstumspotenzial am Standort Marienplatz nach dem Umbau der vergangenen Jahre begrenzt
- Auf Grund des geringen Streubesitzes von 17,8 % findet ein Handel in der Aktie nur in geringen Stückzahlen bzw. Volumina statt

Chancen

- Deutlich niedrigere Konjunktursensibilität durch Positionierung im gehobenen Preissegment
- Umsatz- und Ergebnispotenziale aus dem Trading-up-Prozess sind noch nicht ausgeschöpft und könnten auch in den kommenden Jahren mit Fortführung der Strategie weitere Steigerungen erfahren
- Diverse Auszeichnungen erhöhen den Markenwert Ludwig Beck weiter und sorgen für gesteigerte Aufmerksamkeit bei Herstellern und Kunden
- Von einem anhaltend starken Konsumklima bzw. einer weiteren Verbesserung dieses sollte Ludwig Beck überproportional profitieren

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
- Die Kauflaune der Kunden wird stark von der Wetterlage beeinflusst. Längere Kälte-, Regen- oder Hitzeperioden wirken daher umsatzmindernd

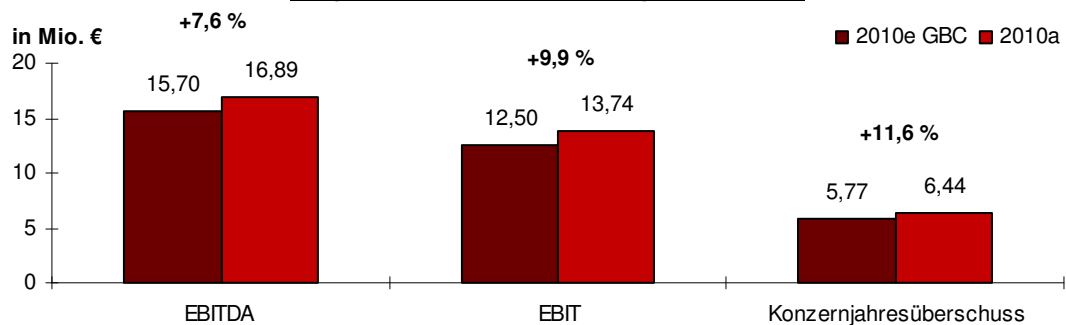
Prognose und Modellannahmen - Prognosen klar übertroffen

in Mio. €	GJ 2009a	GJ 2010e GBC	GJ 2010a
Umsatzerlöse (netto)	87,20	88,92	90,11
EBITDA (Marge)	13,32 (15,2 %)	15,70 (17,7 %)	16,89 (18,7 %)
EBIT (Marge)	9,78 (11,2 %)	12,50 (14,1 %)	13,74 (15,3 %)
Konzernjahresüberschuss	2,24	5,77	6,44
EPS	0,61	1,56	1,74

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Die erreichten Resultate des Ludwig Beck-Konzerns im Geschäftsjahr 2010 wiesen nicht nur starke Steigerungen gegenüber dem Vorjahr auf, sondern haben auch unsere Schätzungen weit übertroffen. Während wir beim EBIT von einem Zuwachs um +27,8 % auf 12,50 Mio. € ausgegangen waren, konnte eine tatsächliche Steigerung um +40,5 % erzielt werden. Damit wurde unsere Prognose um +9,9 % übertroffen. Auch auf den anderen Ergebnisstufen wurden die Werte im ähnlichen Maße übertroffen.

Prognosen und tatsächliche Ergebnisse 2010



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzprognosen - weiter deutliches Wachstum im Stammgeschäft erwartet

in Mio. €	GJ 2011e alt	GJ 2011e neu	GJ 2012e
Umsatzerlöse (netto)	86,42	89,33	91,11
EBITDA (Marge)	15,17 (17,6 %)	16,30 (18,3 %)	17,37 (19,1 %)
EBIT (Marge)	12,27 (14,2 %)	13,40 (15,0 %)	14,57 (16,0 %)
Jahresüberschuss	5,75	6,78	7,57
EPS	1,55	1,84	2,05

Quelle: GBC

Angesichts der über unseren Erwartungen liegenden Umsatz- und Ergebnisentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 wird deutlich, dass unsere bisherigen Schätzungen auch für das laufende Geschäftsjahr 2011 zu niedrig lagen. Dies bestätigen auch die Prognosen des Vorstandes. So geht das Management davon aus, dass die Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2011 filialbereinigt um 3-4 % zulegen werden. Da im dritten Quartal 2010 bereits vier Filialen geschlossen wurden und im April 2011 nun auch die Filiale Augsburg folgen wird, sollte die filialunbereinigte Umsatzbasis entsprechend niedriger ausfallen. Wir rechnen mit einem für das Geschäftsjahr 2011 entfallenden Umsatzanteil der geschlossenen Filialen von ca. 5 Mio. €. Bei einem Wachstum der verbleibenden Verkaufsflächen um 3-4 % ergibt sich entsprechend eine Bruttoumsatzerwartung von 105,3-106,3 Mio. €.

Angesichts des derzeit starken Konsums in Deutschland und der erwartungsgemäß weiterhin stabilen Entwicklung dieses, gehen wir derzeit davon aus, dass die Umsatzerwartung am oberen Ende der Spanne ausfallen wird. Dass dieses Ziel realistisch ist, wird auch bei einem Blick auf die Umsatzentwicklung in den ersten beiden Monaten des neuen Jahres deutlich. Hier konnte ein filialbereinigter Umsatzzuwachs um sogar 8,4 % erzielt werden.

Wir gehen insgesamt davon aus, dass in 2011 ein filialunbereinigter Bruttoumsatz von 106,30 Mio. € erzielt werden wird, was einem leichten Rückgang gegenüber 2010 entspricht. Der erwartete Nettoumsatz beträgt dabei 89,33 Mio. €. Unsere bisherige Prognose haben wir damit um 3,4 % an. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass bereits die geplante Schließung der Filiale in Augsburg im April 2011 in den Schätzungen enthalten ist. Filialbereinigt erwarten wir einen deutlichen Umsatzzuwachs.

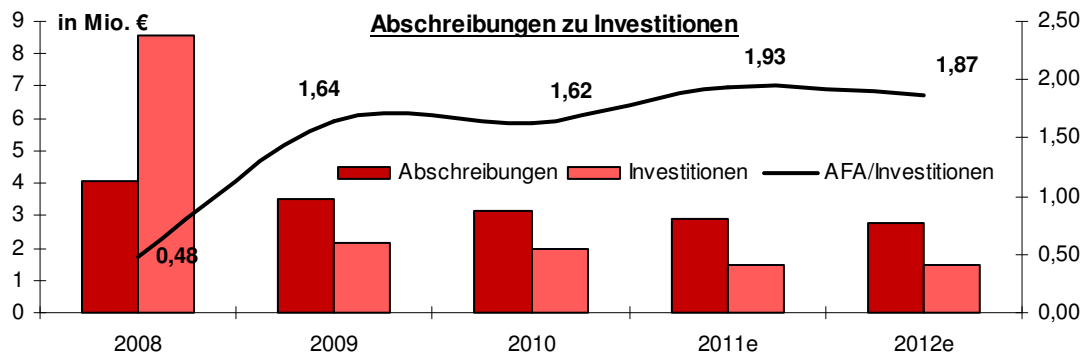
Ergebnisprognosen - hohe Ergebnisniveaus und -qualität auch in 2011 und 2012

Die Ergebnisse werden im laufenden Geschäftsjahr 2011 positiv durch die erfolgten Schließungen von 4 Filialen im dritten Quartal 2010 und der geplanten Schließung der Filiale Augsburg im April 2011 beeinflusst werden. Im Filialgeschäft wurden über die vergangenen Jahre hinweg stets niedrigere Rohmargen erzielt als im Stammgeschäft. Entsprechend sollte sich der Wegfall der Filialen positiv auswirken. Im Stammgeschäft betrug die Rohermarge zuletzt rund 51 %. An diesen Wert erwarten wir in den kommenden beiden Geschäftsjahren eine Annäherung nun auch auf Konzernebene.

Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollten von den Filialschließungen positiv beeinflusst werden. Erste Effekte rückläufiger Mietaufwendungen und Raumkosten waren bereits im dritten und vierten Quartal 2010 zu beobachten.

Hingegen ist bei den Personalkosten in 2011 ein Anstieg zu erwarten. Zwar gehen wir davon aus, dass die Mitarbeiterzahl gegenüber Ende 2010 nahezu konstant bleiben wird, jedoch wird Ludwig Beck im Jubiläumsjahr 2011 erhöhte Bonuszahlungen an seine Mitarbeiter auszahlen. Diese wird das Vorjahresniveau mit 0,60 Mio. € voraussichtlich um 0,40 Mio. € übersteigen.

Bei den Abschreibungen sollte eine weiter sinkende Tendenz zu beobachten sein. Die Investitionen der vergangenen beiden Jahre lagen unterhalb der Abschreibungen, so dass ein respektable Innenfinanzierungseffekt erzielt wurde. In 2011 ist mit einem nochmals niedrigeren Investitionsvolumen zu rechnen, so dass wir ein gesenktes Abschreibungsvolumen von 2,90 Mio. € erwarten. Der Innenfinanzierungseffekt steigt im Zusammenhang mit niedrigen Investitionsplanungen weiter.



Quelle: GBC

In Summe erwarten wir unter den obigen Annahmen ein EBIT von 13,40 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 15,0 % entspricht. Die Bonuszahlungen an die Mitarbeiter außen vor gelassen, läge die EBIT-Erwartung bei 13,80 Mio. € und damit leicht oberhalb des Vorjahresniveaus. Damit wird deutlich, dass die hohe Ergebnisqualität auch in 2011 beibehalten werden könnten sollte.

Eine rapide Senkung sollte sich beim Zinsergebnis ergeben. Im Zuge der starken Tilgung in 2010 und der in 2011 entfallenden Vorfälligkeitsentschädigung in Höhe von rund 0,70 Mio. €, sollte sich das Zinsergebnis von -3,84 Mio. € auf nunmehr -2,80 Mio. € verbessern.

Damit ergibt sich eine EBT-Erwartung von 10,60 Mio. €. Angesichts der vom Management der Ludwig Beck ausgegebenen Vorstandsprognose von einem EBT zwischen 9 Mio. € und 11 Mio. €, liegen unsere Schätzungen also am oberen Ende der Spanne. Unterm Strich erwarten wir schließlich einen Konzernjahresüberschuss in Höhe von 6,57 Mio. €.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Ludwig Beck AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 19,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 36,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der 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 3,25 % (bisher: 3,00 %).

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

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,1429 (zuvor: 1,1429).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,54 % (bisher: 9,29 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Erhöhung ist dabei auf den angestiegenen risikolosen Zinssatz zurückzuführen. Die weiteren Faktoren haben wir unverändert belassen. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen (zuvor: 70 %), ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,08 % (bisher: 7,18 %). Die verstärkte Gewichtung der Eigenkapitalkosten ist auf die rückläufige Verschuldung und damit einhergehende erhöhte Eigenkapitalquote des Unternehmens zurückzuführen.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,08 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 25,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 20,00 € um +25 % nach oben hin angepasst. Diese Anpassung trägt dabei den deutlich über unseren Erwartungen liegenden Resultaten des Geschäftsjahres 2010 und den damit verbundenen Prognoseanhebungen für 2011 Rechnung.

Ludwig Beck AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	19,0%	ewige EBITA - Marge	15,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,1%	effektive Steuerquote im Endwert	36,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	89,33	91,11	92,89	94,70	96,55	98,43	100,35	102,30	
US Veränderung	-0,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,97	1,00	1,03	1,03	1,03	1,03	1,02	1,02	
EBITDA	16,30	17,37	17,60	17,95	18,30	18,65	19,02	19,39	
EBITDA-Marge	18,3%	19,1%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBITA	13,40	14,57	14,74	15,12	15,40	15,70	16,00	16,30	
EBITA-Marge	15,0%	16,0%	15,9%	16,0%	16,0%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
Steuern auf EBITA	-4,82	-5,25	-5,31	-5,44	-5,54	-5,65	-5,76	-5,87	
zu EBITA	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
EBI (NOPLAT)	8,58	9,33	9,43	9,68	9,86	10,05	10,24	10,43	
Kapitalrendite	9,2%	10,2%	10,5%	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%
Working Capital (WC)	-0,95	-1,00	-0,88	-0,90	-0,92	-0,94	-0,95	-0,97	
WC zu Umsatz	-1,1%	-1,1%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	
Investitionen in WC	0,00	0,05	-0,12	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	92,36	91,06	89,83	92,00	94,00	96,00	98,00	100,00	
AFA auf OAV	-2,90	-2,80	-2,86	-2,83	-2,89	-2,96	-3,02	-3,08	
AFA zu OAV	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,63	-5,00	-4,89	-4,96	-5,02	-5,08	
Investiertes Kapital	91,41	90,06	88,95	91,10	93,08	95,06	97,05	99,03	
EBITDA	16,30	17,37	17,60	17,95	18,30	18,65	19,02	19,39	
Steuern auf EBITA	-4,82	-5,25	-5,31	-5,44	-5,54	-5,65	-5,76	-5,87	
Investitionen gesamt	-1,50	-1,45	-1,75	-4,98	-4,88	-4,94	-5,00	-5,06	
Investitionen in OAV	-1,50	-1,50	-1,63	-5,00	-4,89	-4,96	-5,02	-5,08	
Investitionen in WC	0,00	0,05	-0,12	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	9,97	10,68	10,55	7,52	7,87	8,06	8,26	8,45	142,38

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	128,83	128,57
Barwert expliziter FCFs	46,19	39,25
Barwert des Continuing Value	82,64	89,32
Nettoschulden (Net debt)	26,60	20,52
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	102,23	108,05
Fremde Gewinnanteile	-9,87	-10,43
Wert des Aktienkapitals	92,36	97,62
Ausstehende Aktien in Tsd.	3,695	3,695
Fairer Wert der Aktie in EUR	25,00	26,42

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	3,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	35,4%
WACC	8,1%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	8,3%
9,7%	23,38	22,90	22,44	21,99	21,56
10,2%	24,72	24,21	23,72	23,24	22,78
10,7%	26,06	25,52	25,00	24,49	24,01
11,2%	27,40	26,83	26,28	25,74	25,23
11,7%	28,74	28,14	27,56	26,99	26,45

Fazit

Weitere Ergebnisverbesserungen in 2011 und 2012 - KGV von 9,2 - Kursziel um 25 % erhöht - Kurspotenzial von mehr als 30 % - Rating KAUFEN bestätigt

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 war für die Ludwig Beck AG ein Rekordjahr. In einem anziehenden Konsumumfeld erreichte das Unternehmen eine klar überproportionale Umsatzentwicklung. Während der Markt für Bekleidung in Deutschland um 3,0 % zulegen, verbesserte die Ludwig Beck ihre Bruttoumsatzerlöse um +3,3 %. Filialbereinigt lag der Umsatzzuwachs sogar bei +5,3 %.

Aber nicht nur umsatzseitig konnte das Unternehmen deutliche Verbesserungen herbeiführen, auch die Ergebnisse steigen auf Rekordniveaus in der nunmehr 150-jährigen Unternehmenshistorie aus. So lag das EBIT mit 13,74 Mio. € um +40,5 % oberhalb des Vorjahres. Dieser klar überproportionale Ergebnisanstieg ist auf mehrere Gründe zurückzuführen. Zum Einen festigt dieser die konsequente Durchführung der Trading-up-Strategie. Die Aufwertung der Verkaufsräumlichkeiten und des Produktsortiments führen zu einer Verbesserung der erzielbaren Rohertragsmargen. Zum Anderen trug aber auch die Schließung unrentabler bzw. weniger rentabler Filialen dazu bei, die Ergebnisse zu verbessern. In 2010 wurden vier Filialen geschlossen, eine weitere folgt im April 2011. Nicht zuletzt verfolgt das Unternehmen eine stringente Kostenkontrolle, was ebenfalls einen entscheidenden Einfluss auf den Erfolg hat.

Unsere Prognosen für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 hat das Unternehmen vor dem Hintergrund der äußerst guten operativen Entwicklung deutlich übertroffen. So fiel z.B. das EBIT um +9,9 % über unseren Erwartungen aus, der Konzernjahresüberschuss war sogar +11,6 % besser als von uns erwartet.

Die starken Ergebnisse und Cashflows ermöglichten es dem Ludwig Beck-Konzern im Jahr 2010 zudem die Verschuldung weiter zu reduzieren. Dies führte zu einer Steigerung der Eigenkapitalquote auf nunmehr 43,7 %. Insbesondere in den kommenden Jahren wird sich dies sehr günstig auf die Zinsbelastung des Unternehmens auswirken.

Nicht zuletzt führten die starken Ergebnisse und bilanziellen Verbesserungen zu einer Steigerung der Rentabilität. So kletterte die Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) auf nunmehr 15,4 % und liegt damit in einer Größenordnung, die in der Einzelhandelsbranche seines gleichen sucht.

Für das Jahr 2011 sind wir ebenfalls optimistisch. Im Zuge der anhaltend guten Konsumstimmung startete Ludwig Beck das Jahr mit einem filialbereinigten Umsatzplus von +8,4 % in den ersten beiden Monaten des Jahres. Durch die Filialschließungen sollten die Bruttoumsatzerlöse zwar leicht unterhalb des Vorjahresniveaus liegen. Filialbereinigt wird jedoch ein Wachstum um 3-4 % erwartet. Die Rentabilität erwarten wir indes weiterhin mit verbesserten Werten. Bereinigt um die einmalig erhöhten Bonuszahlungen an die Belegschaft des Unternehmens in Höhe von 0,40 Mio. € schätzen wir eine Steigerung der EBIT-Marge auf dann 15,5 %. In 2012 sollte dann sogar eine EBIT-Marge von 16 % erreichbar sein.

Anfang des Jahres erreichte die Aktie der Ludwig Beck AG unser bisheriges Kursziel von 20,00 €. Bedingt durch die starke Entwicklung im Geschäftsjahr 2010 und die ebenso guten Aussichten für das laufende Jahr 2011 haben wir das Kursziel für die Ludwig Beck AG nun auf 25,00 € erhöht. Bei einem aktuellen Kurs von 18,90 € beträgt das neue Aufwärtspotenzial damit noch über 30 %. Dieses Potenzial bestätigt die Betrachtung des 2011er KGV von 9,2. Vor dem Hintergrund der starken Ergebnisentwicklung und den zweistelligen Kapitalrenditen kann der Aktie eine höhere Bewertung zugesprochen werden. Daher bestätigen wir das Rating 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 verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte 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), Stellv. Chefanalyst

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