

LUDWIG BECK AG *5

Rating: KAUFEN

Kursziel: 25,00

aktueller Kurs: 19,80
1.11.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905

WKN: 519990

Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695

Marketcap³: 73,16
EnterpriseValue³: 105,64
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 17,2 %

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 IV

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

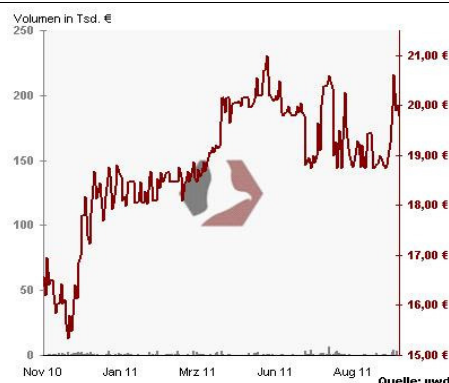
Fokus: Damenbekleidung, Accessoires,
Parfümerie

Mitarbeiter: 470 Stand: 30.9.2011

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 Fremdmarken (Monolabel). Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Stammhaus generiert rund 95 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG bestehen neben dem Stammhaus in München noch eine Filiale 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 zu 67,67 %. 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 (netto)	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	8,74	7,79

Kennzahlen in EUR	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Gewinn je Aktie	0,61	1,74	2,37	2,11
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,50	0,35

Kennzahlen	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
EV/Umsatz	1,30	1,17	1,18	1,16
EV/EBITDA	8,52	6,26	6,48	6,08
EV/EBIT	11,60	7,69	7,88	7,25
KGV	32,70	11,36	8,37	9,39
KBV		1,54		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

- 5.9.2011: RG / 25,00 / KAUFEN
- 21.7.2011: RS / 25,00 / KAUFEN
- 26.4.2011: RS / 25,00 / KAUFEN
- 18.3.2011: RS / 25,00 / KAUFEN
- 7.12.2010: RG / 20,00 / KAUFEN

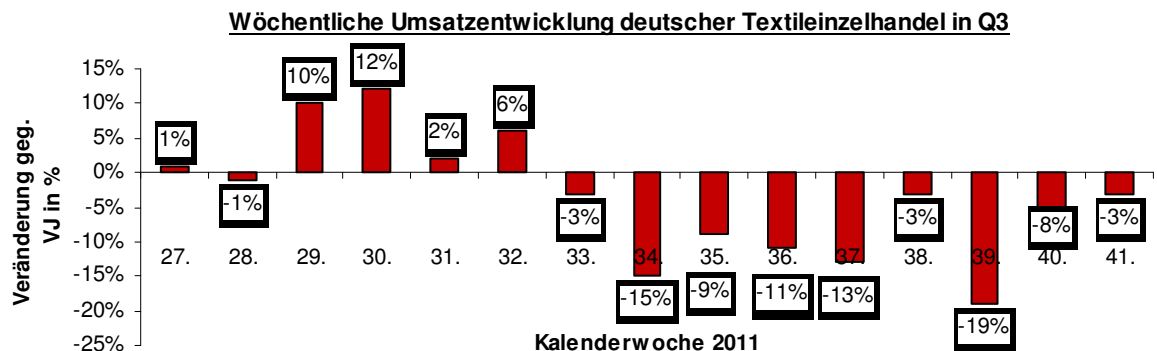
RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Überproportionale Umsatzentwicklung zur Branche - Verbesserung der Rentabilität fortgesetzt - Kursziel 25,00 € und Rating KAUFEN bestätigt

Deutscher Textileinzelhandel im Q3 durch gute Wetterlage geprägt - September mit Abschlügen

Die Kauflaune der Deutschen wurde im Q3 2011 wesentlich durch zwei Faktoren bestimmt. Zum Einen belastete die anhaltende Euro-Schuldenkrise die Konsumstimmung und führte zu einem restriktiveren Ausgabeverhalten. Zum Anderen spielte das Wetter dem deutschen Textileinzelhandel nicht in die Hände. Während sich der Sommer in diesem Jahr in den Monaten Juni und Juli sehr kühl und nass zeigte, verbesserte sich die Wetterlage erst zum Ende August hin und blieb über beinahe den gesamten September hin ausgesprochen warm und trocken. Dies führte dazu, dass die im Einzelhandel bereits ausgestellte Herbstware sehr zögerlich von den Kunden angenommen wurde.

In der Folge musste im deutschen Textileinzelhandel im September ein Umsatzrückgang um 13 % gegenüber dem Vorjahr verbucht werden. Seit Mitte August (KW 33) konnte keine positive Woche mehr erzielt werden. Auf den gesamten Zeitraum der ersten drei Quartale betrachtet, kumuliert sich für den deutschen Textileinzelhandel inzwischen ein Minus von 1 %.



Quelle: TW-Testclub

Die Aussichten für das Q4 2011 sind indes vielversprechend. Der schleppende Anlauf der Herbst- und Winterware sollte angesichts der nun einsetzenden Kälte und zunehmenden Nässe in den vergangenen Tagen an Schwung gewinnen, so dass von einer deutlich positiveren Branchenentwicklung in den kommenden Wochen auszugehen ist.

Mit +2,2 % klar überproportionale Umsatzentwicklung zum Markt - weitere Belebung im Q4 erwartet

in Mio. €	9M 2010	9M 2011
Umsatz (netto)	61,3	58,5
Rohetragsmarge	49,6 %	50,5 %
EBIT (Marge)	6,6 (10,8 %)	6,2 (10,6 %)
EBT (Marge)	4,2 (6,8 %)	5,0 (8,6 %)
Periodenergebnis	2,7	2,4

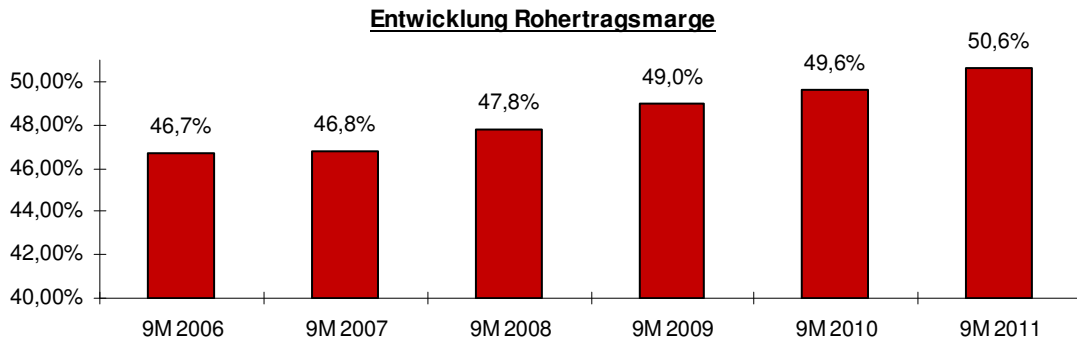
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Erneut konnte sich die Ludwig Beck AG entgegen dem allgemeinen Markttrend positiv entwickeln. So legten die flächenbereinigten Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten um +2,2 % zu, während der deutsche Einzelhandelsmarkt im gleichen Zeitraum um 1,0 % nachgab. Damit unterstreicht das Unternehmen einmal mehr seine starke Positionierung und beweist die Fähigkeit auch in einem widrigen Marktumfeld Umsatzsteigerungen zu generieren. Der filialunbereinigte Umsatz war mit 4,6 % auf 58,5 Mio. € rückläufig, was auf die Schließungen unrentabler Filialen Ende vergangenen und Anfang dieses Jahres zurückzuführen ist.

Mit einem flächenbereinigten Umsatzwachstum von +2,2 % konnte die Wachstumsrate des 1. HJ 2011 nicht ganz gehalten werden, als die Zuwachsrates noch bei +5,2 % lag. Hintergrund ist hierbei das warme Wetter im Q3 2011, das den Textileinzelhandel insgesamt schwächer ausfallen lies (siehe oben). Mit Einsetzen der kalten Temperaturen ist jedoch davon auszugehen, dass sich der Konsumstau bei Herbst- und Winterware innerhalb des Q4 2011 wieder auflöst.

Rohertagsmarge nach 9 Monaten bereits über 50 %-Marke - Aufwärtstrend bei Margen fortgesetzt

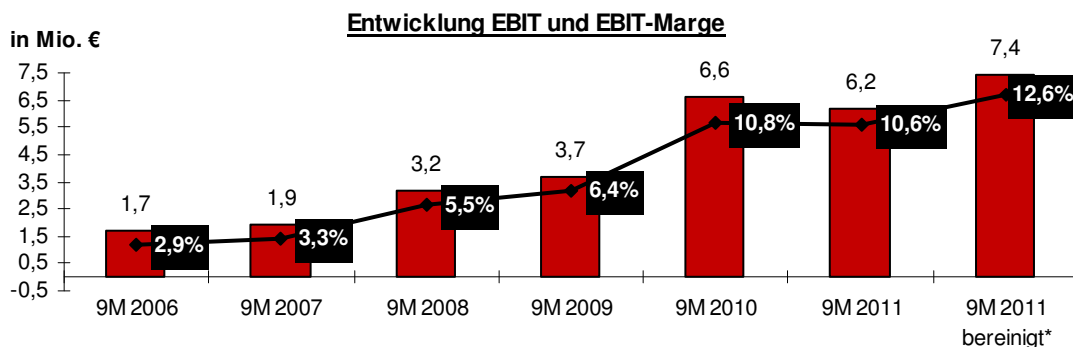
Die Schließung der unrentablen Filialen führte zwar zu einem leichten filialunbereinigten Umsatzrückgang, wirkte sich aber unmittelbar positiv auf die Rentabilität aus. So lag die Rohertagsmarge zum Ende des Q3 2011 bereits bei 50,5 %, so hoch wie im gesamten GJ 2010. Angesichts der Tatsache, dass das Q4 stets das mit Abstand margenstärkste Quartal darstellt, sollte unsere erwartete Rohertagsmarge von 50,8 % für das GJ 2011 sehr gut erreichbar sein, wenn nicht übertroffen werden. Insgesamt ist seit mehreren Jahren ein kontinuierlicher Aufwärtstrend bei der Entwicklung der Rohertagsmarge zu beobachten.



Quelle: Berechnungen GBC

Weiterhin sehr gut entwickelt haben sich auch die weiteren Kostenpositionen des Unternehmens. Personalaufwand, Abschreibungen und sonstige betriebliche Aufwendungen lagen nach 9 Monaten jeweils unterhalb der Vergleichswerte des Vorjahres, auch bedingt durch die Filialschließungen. Dies ist insbesondere noch bemerkenswerter unter Berücksichtigung der in diesem Jahr angefallenen einmaligen Sonderaufwendungen im Rahmen des 150-jährigen Firmenjubiläums. Für Bonuszahlungen an Mitarbeiter, Veranstaltungskosten für die Jubiläumsfeierlichkeiten sowie Marketingkosten fielen einmalig 1,2 Mio. € an.

Trotz dieser Einmalaufwendungen konnte ein EBIT in Höhe von 6,2 Mio. € erwirtschaftet werden, was somit nur geringfügig unterhalb des Vorjahresniveaus lag (9M 2010: 6,6 Mio. €). Die EBIT-Marge lag gleichzeitig mit 10,6 % nur marginal unter dem Vorjahresniveau. Bereinigt um die einmaligen Sonderaufwendungen konnte hingegen eine Steigerung des EBIT um +12,1 % auf 7,4 Mio. € erzielt werden, bzw. die EBIT-Marge von 10,8 % auf 12,6 % gesteigert werden.



Quelle: Berechnungen GBC; * Bereinigt um einmalige Sonderaufwendungen in Höhe von 1,2 Mio. €

Insgesamt ist die operative Entwicklung der Ludwig Beck AG in den ersten neun Monaten damit als sehr zufriedenstellend einzuschätzen. Umsatz- und kostenseitig liegt das Unternehmen klar im Rahmen der eigenen, als auch unserer Erwartungen.

Einmalige Sondereffekte prägen Finanzergebnis und Steueraufwand - EBT deutlich über Vorjahr

Deutlich verbessert ist in den ersten 9 Monaten das Finanzergebnis ausgefallen. Nach -2,4 Mio. € im Vorjahreszeitraum, fiel das Finanzergebnis nunmehr mit -1,2 Mio. € nur noch halb so hoch aus. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Finanzergebnis durch Sondereffekte in Höhe von netto 0,6 Mio. € positiv beeinflusst wurde. Der Sonderertrag resultiert im Wesentlichen aus einer planmäßig durchgeführten steuerlichen Betriebsprüfung, welche zu

einem Rückgang von anteiligen Ergebnissen vorhergehender Geschäftsjahre von Minderheitsgesellschaftern der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG führte. Aber auch ohne diesen Sondereffekt wäre das Finanzergebnis mit -1,8 Mio. € erheblich besser ausgefallen als im Vorjahr. Hintergrund dieser Verbesserung ist neben einer Reduktion der finanziellen Verbindlichkeiten um 5,5 Mio. € gegenüber dem Vorjahresstichtag auch eine im Vorjahr erfolgte Umfinanzierung der Immobiliendarlehen für das Stammhaus am Münchner Marienplatz.

Das EBT fiel vor diesen Hintergründen mit 5,0 Mio. € deutlich oberhalb des Vorjahreswertes von 4,2 Mio. € aus.

Ebenfalls durch die planmäßige steuerliche Betriebsprüfung beeinflusst waren die Ertragssteuern. Hier kam es zu einer einmaligen Nachzahlungsforderung des Fiskus von Gewerbesteuern in Höhe von 1,3 Mio. €. Entsprechend der einmaligen Steuernachzahlung fiel die Steuerquote mit 52 % außerordentlich hoch aus.

Erwerb weiterer Anteile am Stammhaus am Münchner Marienplatz - zukünftig Alleineigentümer

Mit Meldung vom 21.10.2011 verkündete die Ludwig Beck AG über die Tochtergesellschaft Ludwig Beck Beteiligungs GmbH 100 % der Anteile an der Feldmeier GmbH erworben zu haben. Die Feldmeier GmbH ist mit 17,57 % an der Eigentümerin der Immobilie am Münchner Marienplatz, der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG, beteiligt. Damit wächst der der Ludwig Beck AG gehörende Anteil am Stammhaus am Marienplatz von 50,10 % auf nunmehr 67,67 % an. Die Beteiligung wurde für einen Kaufpreis von 10,1 Mio. € erworben.

Da die weiteren Minderheitsgesellschafter der Feldmeier GmbH & Co. KG im Rahmen ihrer Nachlassregelung bereits vorher darüber verfügt haben, dass die übrigen 32,33 % der Anteile im Falle ihres Ablebens auf die Ludwig Beck Beteiligungs GmbH übergehen sollen, wird die Ludwig Beck AG in Zukunft alleinige Eigentümerin der Immobilie sein.

In der Konsequenz kann eine Rückstellung für latente Steuern, welche auf Grund von unterschiedlichen Wertansätzen des Grund und Bodens der Feldmeier GmbH & Co. KG in der IFRS/IAS- und Steuerbilanz, gebildet worden waren, aufgelöst werden. Die Höhe der Auflösung beträgt 2,4 Mio. € und wirkt sich gewinnerhöhend im Steuerergebnis aus. Entsprechend wird die Steuerquote für das laufende GJ 2011 gegenüber dem Vorjahr deutlich reduziert und das Konzernergebnis erhöht ausfallen.

Auch bilanziell sollten sich durch die Transaktion Veränderungen ergeben. Während die Immobilie am Marienplatz bereits vollkonsolidiert dargestellt wurde, wird der Wertansatz unverändert bestehen bleiben. Vielmehr dürften sich durch die Transaktion und der Nachlassverfügung der Minderheitsgesellschafter die potenziellen Abfindungsansprüche der Minderheitsgesellschafter, welche zum 30.09.2011 mit 8,5 Mio. € in der Bilanz angesetzt waren, auflösen, was der Eigenkapitalquote zu Gute kommt. Auch die Auflösung der latenten Steuern in Höhe von 2,4 Mio. € wirkt sich erhöhend auf die Eigenkapitalquote der Ludwig Beck AG aus.

Hingegen gehen wir davon aus, dass ein Teil der Kaufpreisfinanzierung für die Feldmeier GmbH in Höhe von 10,1 Mio. € fremdkapitalfinanziert werden dürfte. Damit erhöht sich voraussichtlich der Kreditbestand, so dass ein Teil der positiven Eigenkapitaleffekte wieder ausgeglichen werden sollte. Dennoch gehen wir davon aus, dass sich die Eigenkapitalquote im Zuge der Transaktion leicht verbessern wird. Zum 30.09.2011 lag diese bei 45,3 %.

Das wesentliche Asset der Ludwig Beck AG, die Immobilie am Münchner Marienplatz, ist damit langfristig in voller Höhe der Gesellschaft zuzurechnen.

Umsatz- und EBIT-Prognosen bestätigt - Prognosen für EBT und Konzernergebnis leicht angepasst

In Mio. €	GJ 2010	GJ 2011e (alt)	GJ 2011e (neu)	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)
Umsatz (netto)	90,1	89,3	89,3	91,1	91,1
EBITDA (Marge)	16,9 (18,7 %)	16,3 (18,3 %)	16,3 (18,3 %)	17,4 (19,1 %)	17,4 (19,1 %)
EBIT (Marge)	13,7 (15,3 %)	13,4 (15,0 %)	13,4 (15,0 %)	14,6 (16,0 %)	14,6 (16,0 %)
EBT (Marge)	9,9 (11,0 %)	10,6 (11,9 %)	11,6 (13,0 %)	11,8 (13,0 %)	12,2 (13,4 %)
Konzernergebnis	6,4	6,8	8,7	7,6	7,8

Quelle: Berechnungen GBC

Mit der Vorlage der 9-Monatszahlen bestätigen wir unsere Umsatzschätzungen für das GJ 2011 erneut. Weiterhin gehen wir von einem filialbereinigten Umsatzwachstum in Höhe von 4,0 % aus. Auf Grund der erfolgten Filialschließungen erwarten wir weiterhin einen leichten filialunbereinigten Umsatzrückgang auf 89,33 Mio. €. Im kommenden GJ 2012 prognostizieren wir weiterhin einen Umsatzzuwachs um 2,0 %. Hinsichtlich der Prognosespanne des Managements, die für das GJ 2011 von einem filialbereinigten Umsatzzuwachs von 3,0-4,0 % ausgeht, liegen wir damit am oberen Ende der Bandbreite. Wir erwarten, dass im Q4 2011 eine Belebung im deutschen Textileinzelhandel stattfinden wird, was auf Nachholeffekte im Bereich der Herbst-/Winterware zurückzuführen sein sollte.

Kosten- und margenseitig lag die Ludwig Beck AG zum 30.09.2011 ebenfalls klar im Rahmen unserer bisherigen Erwartungen, weshalb wir auch die bisherigen EBITDA- und EBIT-Prognosen bestätigen. Weiterhin gehen wir somit - trotz der einmaligen Sonderaufwendungen - von einer EBIT-Marge in Höhe von 15,0 % aus. Im kommenden GJ 2012 wird sich der Wegfall der Einmalaufwendungen klar positiv auf das EBIT auswirken und zu einer weiteren Margensteigerung auf dann 16,0 % führen.

Leichte Anpassungen der Schätzungen haben wir auf Grund der Sondereffekte im Zuge der steuerlichen Betriebsprüfung beim Finanzergebnis vorgenommen, was zu einem höheren EBT als bislang angenommen führt. Zudem resultieren aus der erfolgten Umschuldung niedrigere als von uns zunächst erwartete Zinsaufwendungen. Nicht zuletzt wird das Finanzergebnis in den kommenden Jahren durch niedrigere Ergebnisanteile der Minderheitsgesellschafter der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG geprägt sein, was im Rahmen der Anteilsaufstockung der Anteile zu sehen ist. Dies wird in der Folge zu einer Entlastung des Finanzergebnisses führen. Als Resultat haben wir die EBT-Prognosen für das GJ 2011 und GJ 2012 leicht angehoben.

Auf den Steueraufwand hat die Betriebsprüfung und die damit einhergehende einmalige Sonderbelastung in Höhe von 1,3 Mio. € eine erhöhende Wirkung. Jedoch wird dieser Effekt durch die Auflösung der latenten Steuern im Rahmen des Anteilskaufs an der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG überkompensiert. Die Auflösung senkt den Steueraufwand um 2,4 Mio. € und sollte die Steuerquote damit per Saldo auf ein Niveau von rund 25 % drücken. Insgesamt sollte der Konzernjahresüberschuss deutlich höher ausfallen als bisher angenommen. Nach bislang 6,8 Mio. € erwarten wir nun einen Betrag von 8,7 Mio. €. Im GJ 2012 erwarten wir des Weiteren ein Konzernergebnis das nicht von Sondereffekten geprägt ist und dann bei 7,8 Mio. € zu erwarten ist.

Aktie rund 30% unter fairem Wert - 2012er KGV von 9 - Kursziel 25 € und Rating KAUFEN bestätigt

Die 9-Monatszahlen der Ludwig Beck AG bestätigen den eingeschlagenen Weg der Konzentration auf das Stammhaus am Münchner Marienplatz, einhergehend mit einer anhaltend steigenden Rentabilität. Auf Grund der entfallenden Sonderaufwendungen auf operativer Ebene sollte sich die Rentabilität auch im kommenden Geschäftsjahr weiter steigern lassen und sowohl zu erneut höheren Margenniveaus, als auch Kapitalrenditen führen. Nicht zuletzt erwarten wir auf Grund des 150-jährigen Firmenjubiläums eine Sonderdividenden für das GJ 2011. Insgesamt sollte die Dividende bei 0,50 € liegen, was auf aktuellem Kursniveau einer Dividendenrendite von 2,5 % entspricht. Mit einem 2012er KGV von rund 9,4 ist die Aktie zudem weiterhin günstig bewertet und bietet ausreichend Spielraum für Kurssteigerungen. Unser bisheriges Kursziel von 25,00 € bestätigen wir vor diesem Hintergrund. Mit einem Kurspotenzial von rund 30 % behalten wir auch das Rating KAUFEN unverändert bei.

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 Interessenskonflikte 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