



Researchstudie (Anno)



Starke Zahlen zum 150-jährigen Jubiläum

Kursziel: 26,00 €

Rating: Kaufen

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

Rating: KAUFEN

Kursziel: 26,00

aktueller Kurs: 20,00
20.3.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905

WKN: 519990

Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695

Marketcap³: 73,90
EnterpriseValue³: 112,13
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 20,1 %

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

LUDWIG BECK AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

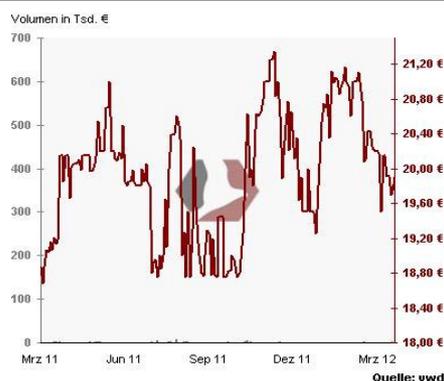
Fokus: Damenbekleidung, Accessoires,
Parfümerie

Mitarbeiter: 473 Stand: 31.12.2011

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 %.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz (netto)	90,11	86,80	89,39	92,07
EBITDA	16,89	15,65	16,40	16,90
EBIT	13,74	12,86	13,50	14,00
Jahresüberschuss	6,44	8,77	7,34	7,74

Kennzahlen in EUR	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Gewinn je Aktie	1,74	2,37	1,99	2,09
Dividende je Aktie	0,35	0,45	0,35	0,35

Kennzahlen	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
EV/Umsatz	1,28	1,29	1,25	1,22
EV/EBITDA	6,85	7,17	6,84	6,63
EV/EBIT	8,42	8,72	8,31	8,01
KGV	11,48	8,43	10,07	9,55
KBV		1,38		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
19.04.2012: Veröffentlichung Q1-Bericht
08.05.2012: Hauptversammlung
19.07.2012: Veröffentlichung HJ-Bericht
18.10.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
14.2.2012: RG / 25,00 / KAUFEN
9.2.2012: RS / 25,00 / KAUFEN
9.2.2012: RS / 25,00 / KAUFEN
2.11.2011: RS / 25,00 / KAUFEN
5.9.2011: RG / 25,00 / 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
Textileinzelhandel.....	2

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	3
Geschäftsentwicklung 2011.....	4
Umsatzentwicklung.....	4
Ergebnisentwicklung.....	5
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	7
SWOT-Analyse Ludwig Beck AG.....	8
Prognose und Modellannahmen.....	9

Bewertung/ Fazit

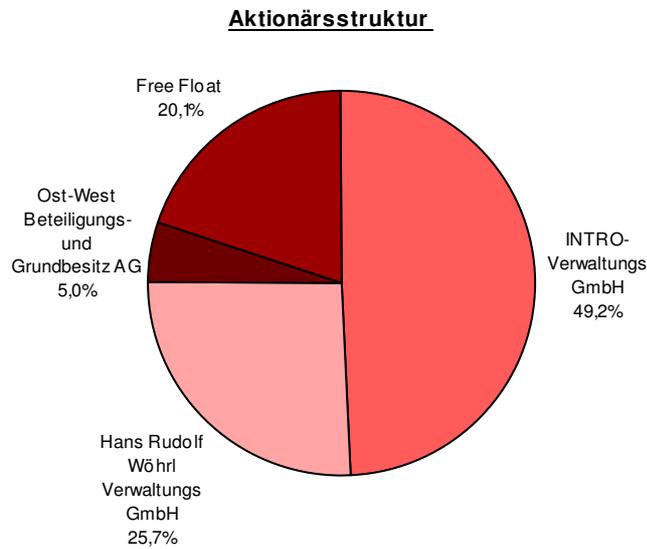
DCF-Bewertung.....	11
Modellannahmen.....	11
Bestimmung der Kapitalkosten.....	11
Bewertungsergebnis.....	11
Bewertungsmodell.....	12
Fazit	13

Anhang

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

Unternehmen

Aktionärsstruktur



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Größter Anteilseigner der Ludwig Beck AG ist Herr Hans Rudolf Wöhrl, dem über die beiden Aktionärinnen Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH und INTRO-Verwaltungs GmbH insgesamt 74,9 % der Stimmrechte zuzuordnen sind. Der Streubesitz der Ludwig Beck AG beläuft sich auf 20,1 %, welcher sich aus über 2.000 Kleinaktionären zusammensetzt.

Unternehmensstruktur

Durch den Erwerb von 100 % der Anteile an der Feldmeier GmbH hat sich der Konsolidierungskreis der Ludwig Beck AG erweitert. Die Feldmeier GmbH ist dabei mit 17,6 % an der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG beteiligt, welche wiederum die Eigentümerin des Stammhauses am Münchner Marienplatz ist. Zusammen mit den bereits in 2001 erworbenen 50,1 % der Anteile an der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG sind der Ludwig Beck AG damit nun 67,7 % an der Immobiliengesellschaft zuzurechnen. Über eine erfolgte Nachlassregelung werden der Ludwig Beck AG in Zukunft darüber hinaus auch die verbleibenden 32,3 % an der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG zuwachsen. Die Ludwig Beck Grundbesitz Haar GmbH ist Eigentümerin des Grundstückes des Logistikzentrums der Ludwig Beck AG.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Markt und Marktumfeld

Konsumklima über 2011 hinweg stabil - mit Aufschlägen ins neue Jahr gestartet

Die Konsumstimmung in Deutschland zeigte sich über das gesamte Jahr 2011 hinweg sehr robust. Lediglich zur Mitte des Jahres gab es im Zuge der aufflammenden Schuldenkrise in Europa einen leichten Rücksetzer. Die Erholung erfolgte jedoch rasch, so dass der deutsche Einzelhandel im Jahr 2011 einen Zuwachs um nominal 2,2 % verzeichnen konnte. Real verblieb immer noch ein Zuwachs um 1,2 %.

Auch der GfK-Konsumklimaindex gibt dieses Bild wieder. Mit 6,0 Punkten im März notiert das Konsumbarometer sogar wieder auf dem letzten Hochpunkt von vor genau einem Jahr. Zugleich verharrte der Klimaindex im Jahresverlauf 2011 nahezu konstant auf dem höchsten Niveau seit dem Jahr 2007.



Quelle: GfK, GBC

Textileinzelhandel schließt 2011 zu pari ab - positiver Ausblick auf 2012

Etwas schwächer zeigte sich hingegen der deutsche Bekleidungsfachhandel. Hier konnte zwar in 2011 nominal ein Wachstum um 2,0 % erreicht werden, real verblieb jedoch nur ein Nullwachstum.

Auf das gleiche Ergebnis kommt auch die Auswertung der Befragung der Mitglieder des TW-Testclubs, wonach der deutsche Textileinzelhandel das Jahr 2011 lediglich zu pari abschloss. Dabei haben die Wetterbedingungen im Jahr 2011 eine entscheidende Rolle gespielt, wobei der Sommer zunächst zu kalt und der Herbst und Winter vergleichsweise zu warm waren. Auch die zunehmende Konkurrenz des Internets wird als ein Grund für die zaghafte Entwicklung des stationären Modefachhandels gesehen.



Quelle: TW-Testclub, GBC

Für das Jahr 2012 ist die Branche jedoch optimistisch gestimmt. Das Konsumklima zeigt sich außerordentlich stabil und sollte in 2012 für eine Belebung im Einzelhandel sorgen. Zudem haben sich die Konjunkturerwartungen verbessert und es wird von einer stabilen Arbeitsmarktsituation ausgegangen. Davon wird auch die Textilindustrie profitieren können. Der Bundesverband Deutscher Textileinzelhändler (BTE) geht davon aus, dass ein durchschnittliches Umsatzwachstum in Höhe von 2-3 % erzielt werden kann.

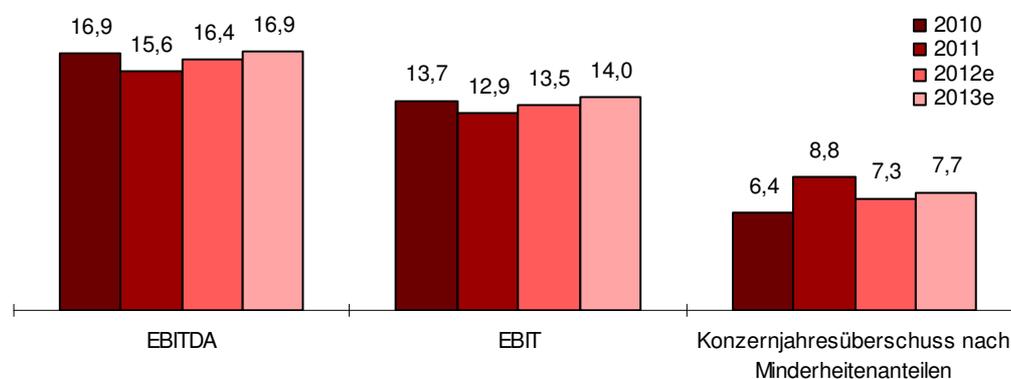
Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012e	in %	GJ 2013e	in %
Umsatz (brutto)	107,208	119,0%	103,278	119,0%	106,376	119,0%	109,568	119,0%
Mehrwertsteuer	-17,099	-19,0%	-16,478	-19,0%	-16,984	-19,0%	-17,494	-19,0%
Umsatz (netto)	90,109	100,0%	86,800	100,0%	89,392	100,0%	92,074	100,0%
Andere Aktivierte Eigenleistungen	0,050	0,1%	0,052	0,1%	0,050	0,1%	0,050	0,1%
Materialaufwand	-44,645	-49,5%	-42,488	-48,9%	-44,607	-49,9%	-45,945	-49,9%
Roherttrag	45,514	50,5%	44,364	51,1%	44,835	50,2%	46,179	50,2%
Sonstige betriebliche Erträge	3,475	3,9%	3,085	3,6%	2,900	3,2%	2,900	3,2%
Personalaufwand	-17,047	-18,9%	-16,673	-19,2%	-16,577	-18,5%	-16,992	-18,5%
Abschreibungen	-3,147	-3,5%	-2,793	-3,2%	-2,900	-3,2%	-2,900	-3,2%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,057	-16,7%	-15,128	-17,4%	-14,758	-16,5%	-15,187	-16,5%
EBIT	13,738	15,2%	12,855	14,8%	13,500	15,1%	14,000	15,2%
Finanzergebnis	-3,837	-4,3%	-1,579	-1,8%	-2,100	-2,4%	-2,000	-2,2%
EBT	9,901	11,0%	11,276	13,0%	11,400	12,8%	12,000	13,0%
Steuern	-3,462	-3,8%	-2,504	-2,9%	-3,762	-4,2%	-3,960	-4,3%
Konzernjahresüberschuss	6,439	7,1%	8,772	10,1%	7,638	8,5%	8,040	8,7%
Minderheitenanteile	0,000	0,0%	-0,001	0,0%	-0,300	-0,3%	-0,300	-0,3%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheitenanteilen	6,439	7,1 %	8,771	10,1%	7,338	8,2%	7,740	8,4%

EBITDA	16,885	15,648	16,400	16,900
in % vom Nettoumsatz	18,7 %	18,0 %	18,4 %	18,4 %
EBIT	13,738	12,855	13,500	14,000
in % vom Nettoumsatz	15,2 %	14,8 %	15,2 %	15,2 %
Aktienanzahl in Mio. Stück	3,695	3,695	3,695	3,695
Ergebnis je Aktie in €	1,74	2,37	1,99	2,09
Dividende je Aktie in €	0,35	0,45	0,35	0,35

historische und erwartete Ergebnisentwicklung (in Mio. €)



Geschäftsentwicklung 2011 - Trading-up-Prozess erfolgreich fortgesetzt

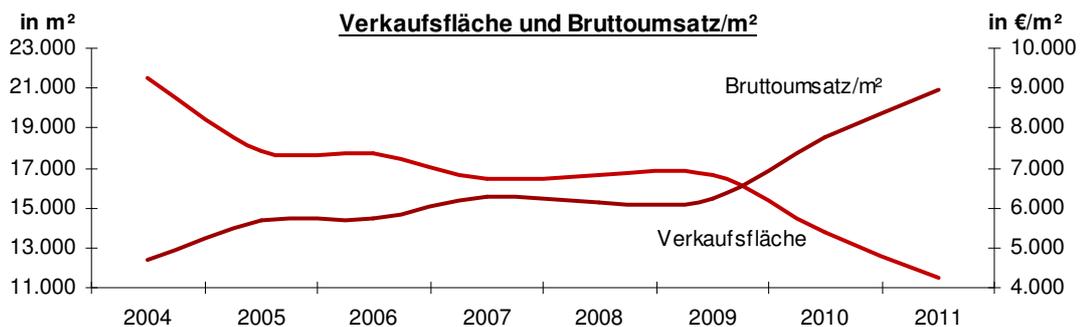
in Mio. €	GJ 2010	Δ 2010/2011	GJ 2011	GJ 2011 bereinigt
Umsatzerlöse (netto)	90,11	-3,7 %	86,80	86,80
EBITDA (Marge)	16,89 (18,7 %)	-7,3 % (-0,7 Pp.)	15,65 (18,0 %)	16,75 (19,3 %)
EBIT (Marge)	13,74 (15,2 %)	-6,4 % (-0,4 Pp.)	12,86 (14,8 %)	13,96 (16,1 %)
Jahresüberschuss	6,44	+36,2 %	8,77	7,97
EPS in €	1,74	+36,2 %	2,37	2,11

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzentwicklung erneut überproportional zum Markt - Flächeneffizienz steigt an

Im angelaufenen GJ 2011 hat die Ludwig Beck AG den in den Vorjahren eingeschlagenen Konzentrationsprozess weitergeführt und mit der Filiale in Augsburg im Frühjahr 2011 die letzte Multilabel-Filiale geschlossen. Damit verfügt die Ludwig Beck AG nun nur noch über eine Monolabel-Filiale der Marke ESPRIT im OEZ München. Die Straffung des Filialnetzes wurde damit erfolgreich beendet.

Entsprechend der Filialschließungen war der filialunbereinigte Nettoumsatz der Ludwig Beck AG in 2011 um 3,7 % rückläufig, da entsprechende Umsatzbeiträge der geschlossenen Filialen entfielen. Berücksichtigt man jedoch die erfolgten Filialschließungen, ergibt sich ein Umsatzzuwachs gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 1,7 %. Angesichts der flachen Marktentwicklung von 0 %, ist dies erneut ein überproportionaler Anstieg.



Quelle: Berechnungen GBC

Die Filialschließungen haben zudem bedingt, dass die Verkaufsfläche auf rund 11.500 m² zurückging. Gleichzeitig hat sich jedoch der Bruttoumsatz pro m² Verkaufsfläche erneut auf nunmehr rund 9.000 €/m² verbessert. Gegenüber 2010 entspricht dies einem Anstieg um 15,5 %. Auf Sicht der letzten sieben Jahre wurde die Kennzahl sogar nahezu verdoppelt.

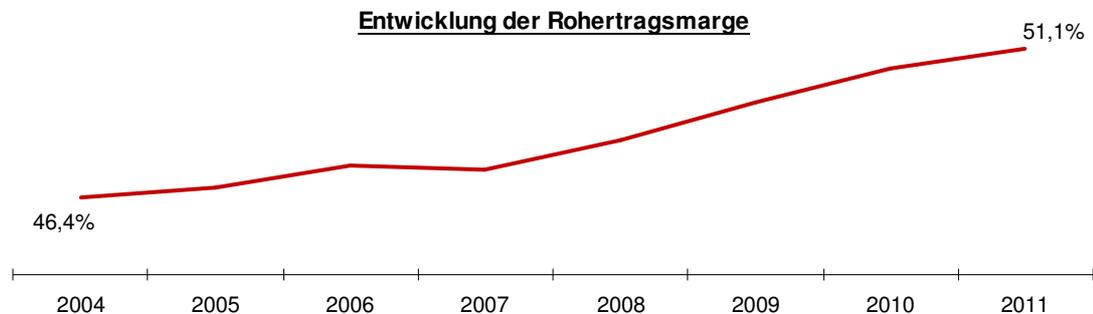
Diese Zahlen belegen die in den vergangenen Jahren maßgeblich gesteigerte Flächeneffizienz der Ludwig Beck AG, was ein Resultat der seit nunmehr vielen Jahren verfolgten Trading-up-Strategie ist. Im Rahmen dieser wurde die Verkaufsfläche durch den Ausbau des Stammhauses sowie die Filialschließungen optimiert, das Warensortiment im gleichen Schritt aufgewertet und die Servicequalität verbessert. Diese Maßnahmenkombination führte zu einer Optimierung der Nutzung der verfügbaren Verkaufsfläche.

Die stark verbesserte Flächeneffizienz drückt sich auch bei der Betrachtung der Umsatzerlöse pro Mitarbeiter aus. Während der durchschnittliche Umsatz pro Mitarbeiter der Ludwig Beck AG im Jahr 2004 noch bei 0,17 Mio. € lag, konnte dieser Wert bis 2011 um fast 30 % auf nunmehr 0,22 Mio. € verbessert werden.

Insgesamt erachten wir die Umsatzentwicklung der Ludwig Beck AG im GJ 2011 als sehr zufriedenstellend. Das gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Textileinzelhandelsbranche insgesamt in 2011 kein Wachstum erfahren hat, was unter anderem auch auf ungünstige Wetterbedingungen über beinahe das gesamte Jahr hinweg zurückzuführen ist. Entgegen diesem Trend konnte die Ludwig Beck AG ein filialbereinigtes Wachstum aufweisen, was die ausgezeichnete Marktpositionierung des Unternehmens unterstreicht.

Ergebnisentwicklung - Einmaleffekte belasten - bereinigte Margen weiter gesteigert

Die in den vergangenen Jahren vollzogene Trading-up-Strategie hat sich auch ergebnisseitig stark bemerkbar gemacht und es wurden maßgebliche Verbesserungen der Rentabilität erzielt. So konnte die Rohertragsmarge von 46,4 % in 2004 auf nunmehr 51,1 % gesteigert werden. Auch gegenüber 2010 war nochmals eine Verbesserung um 0,6 Prozentpunkte festzustellen. Der erneute Zuwachs bei der Rohertragsmarge wurde dabei von beiden Segmenten, Textil und Nontextil, gleichermaßen getragen.



Quelle: Berechnungen GBC

Die weiteren Ergebnisstufen waren indes im GJ 2011 durch eine Reihe von Einmal- und Sondereffekten geprägt. Diese stehen insbesondere im Zusammenhang mit dem 150-jährigen Firmenjubiläum des Unternehmens, dem Erwerb der Feldmeier GmbH sowie einer planmäßigen steuerlichen Betriebsprüfung im Jahresverlauf 2011. Die Effekte und ihre Auswirkungen auf die verschiedenen Ergebnisstufen sind in nachfolgender Tabelle dargestellt:

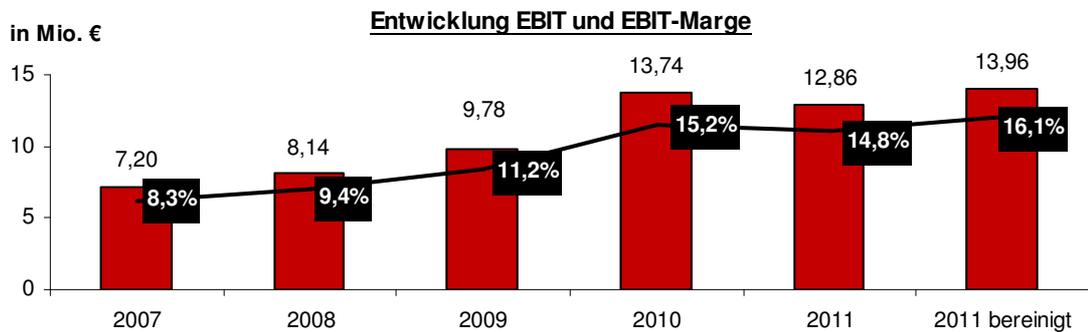
Einmalkosten/Sondereffekte	Auswirkung auf...	Höhe der Auswirkung
Bonuszahlungen Mitarbeiter	Personalkosten	-0,5 Mio. €
Kosten Firmenjubiläum	Sonst. betrieb. Aufwand	-0,2 Mio. €* [*]
Sonderkosten Erwerb Feldmeier GmbH	Verwaltungsaufwand	-0,4 Mio. €
Auswirkung auf EBIT gesamt		-1,1 Mio. €
Erwerb Feldmeier GmbH und steuerliche Betriebsprüfung	Finanzergebnis	+0,8 Mio. €
Auswirkung auf EBT gesamt		-0,3 Mio. €
steuerliche Betriebsprüfung/Nachzahlung Gewerbesteuer	Steueraufwand	-1,3 Mio. €
Auflösung passiver latenter Steuern im Rahmen des Erwerbs der Feldmeier GmbH	Steueraufwand	+2,4 Mio. €
Auswirkung auf Jahresüberschuss gesamt		+0,8 Mio. €

Quelle: Berechnungen GBC; *geschätzter Wert der tatsächlich einmaligen Aufwendungen

Insbesondere auf der Ebene des EBIT haben sich die Aufwendungen im Rahmen des Jubiläums bemerkbar gemacht und dieses mit insgesamt 1,20 Mio. € (0,50 Mio. € Mitarbeitergratifikationen + 0,70 Mio. € sonstige Kosten Firmenjubiläum) belastet. Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass die Einmalaufwendungen in 2011 im Rahmen des Firmenjubiläums ausschließlich als einmalig anzusehen sind. Im Bereich der Marketingaufwendungen wurde z.B. das reguläre Marketingbudget durch die Jubiläumsaufwendungen entlastet und wird nun in 2012 wohl wieder etwas angehoben werden.

Aus diesem Grund setzen wir für die Bereinigung des Ergebnisses nur einen Wert für die geschätzten tatsächlich einmaligen Kosten des Firmenjubiläums in Höhe von 0,20 Mio. € an. Zudem fielen im Rahmen des Erwerbs der Feldmeier GmbH Sonderaufwendungen in Höhe von 0,40 Mio. € an. Bereinigt um diese Aufwendungen wäre das EBIT bei 13,96 Mio. € und damit um 1,6 % über dem Vorjahr gelegen. Dies verdeutlicht einmal mehr den Erfolg der strategischen und unternehmerischen Maßnahmen der vergangenen Jahre, indem erneut eine überproportional zum Umsatz verlaufende Ergebnisentwicklung erzielt werden und damit eine weitere Margensteigerung herbeigeführt werden konnte. Bereinigt um die Sonderaufwendungen lag die EBIT-Marge bei nunmehr 16,1 % und damit auf dem höchsten Niveau der Unternehmensgeschichte. Auch im Vergleich zu anderen Unternehmen der Einzelhandelsbranche liegt dieser Wert klar in der Spitzenregion.

Zum Ergebnisanstieg beigetragen haben auch die Filialschließungen, die eine weitere Reduzierung des Fixkostenblockes bewirkt haben. Zum Einen sind die Mietaufwendungen im Zuge der Schließungen deutlich rückläufig gewesen und zum Anderen hat sich auch der Personalbestand im Jahresdurchschnitt leicht um rund 8 % reduziert. In der Konsequenz konnten die um Einmaleffekte bereinigten Personal- und sonstigen betrieblichen Aufwendungen gegenüber dem GJ 2010 merklich reduziert werden.

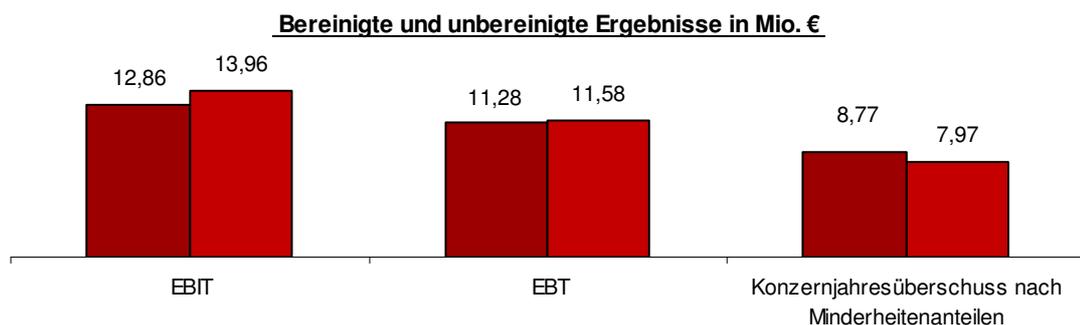


Quelle: Berechnungen GBC

Aber auch auf den weiteren Ergebnisstufen machten sich Sondereffekte bemerkbar. So wurde das Finanzergebnis durch Sondereffekte in Höhe von netto 0,8 Mio. € positiv beeinflusst. 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.

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. €. Mindernd auf die effektive Steuerquote hat sich hingegen die Auflösung einer Rückstellung für passive latente Steuern ausgewirkt, welche auf Grund von unterschiedlichen Wertansätzen des Grund und Bodens der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG in der IFRS/IAS- und Steuerbilanz gebildet worden waren. Die Höhe der Auflösung, die im Zuge des Erwerbs der Feldmeier GmbH und der Nachlassregelung hinsichtlich der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG erfolgen konnte, betrug 2,40 Mio. € und wirkte sich gewinnerhöhend im Steuerergebnis aus. Insgesamt hatten beide Steuereffekte einen um 1,10 Mio. € steuermindernden Effekt.

Die Auswirkungen der Sonder- und Einmaleffekte auf die einzelnen Ergebnisstufen sind in nachfolgender Grafik aufgeführt:



Quelle: Berechnungen GBC

Das vom Vorstand zu Beginn des GJ 2011 ausgegebene EBT-Ziel von 9-11 Mio. € wurde angesichts eines tatsächlich erreichten EBT von 11,28 Mio. € sogar leicht übertroffen. Bereinigt um die Sondereffekte ist das EBT sogar mit 11,58 Mio. € nochmals höher ausgefallen.

Bemerkenswert ist auch, dass die Ergebnisqualität weiterhin sehr hoch war. Die Relation des operativen Cashflows vor Zinsen und Steuern und dem EBIT (Cash Conversion Rate) lag auch im GJ 2011 wieder oberhalb der Marke von 1, was eine sehr hohe Ergebnisqualität indiziert. Darüber hinaus liegt die Cash Conversion Rate bereits seit Jahren konstant oberhalb der Marke von 1.

Bilanzielle und finanzielle Situation - weitere Verbesserungen erzielt - EK-Quote 50 %

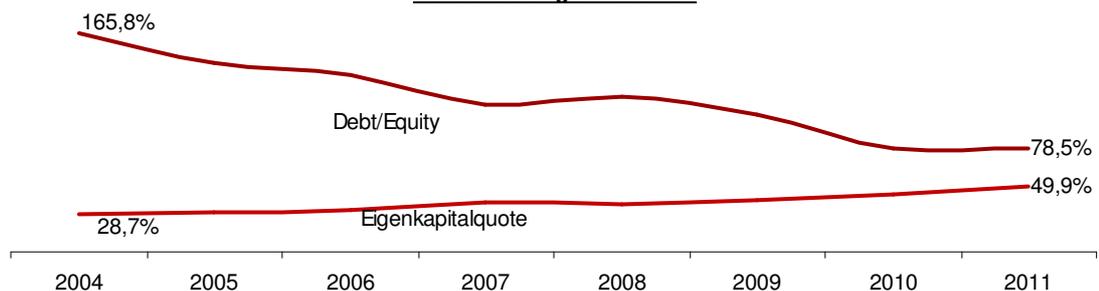
in Mio. €	GJ 2009	GJ 2010	GJ 2011
Eigenkapital	42,75	47,56	53,74
EK-Quote	39,1 %	43,7 %	49,9 %
Finanzverbindlichkeiten	44,67	37,28	42,16
Operatives Anlagevermögen	95,00	93,76	92,32
Working Capital	0,35	-0,95	0,80
Liquide Mittel	4,41	4,80	3,94

Quelle: Berechnungen GBC

Auch das bilanzielle Bild der Ludwig Beck AG hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 weiter verbessert. So lag die Eigenkapitalquote nunmehr bei 49,9 % und hat sich damit innerhalb der vergangenen beiden Jahre um mehr als 10 % erhöht.

Neben dem guten Jahresergebnis hat zu dem Sprung bei der Eigenkapitalquote in 2011 auch der Erwerb der Feldmeier GmbH beigetragen. Durch den Erwerb und die Nachlassverfügung der Minderheitsgesellschafter der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG konnten potenzielle Abfindungsansprüche der Minderheitsgesellschafter, welche zum 30.09.2011 noch mit 8,50 Mio. € in der Bilanz angesetzt waren, sowie latente Steuern in Höhe von 2,40 Mio. € aufgelöst werden. Diese beiden Effekte kompensierten die Kaufpreiszahlung der Feldmeier GmbH in Höhe von 10,10 Mio. € um zusammen 0,80 Mio. € über, was sich erhöhend auf die Eigenkapitalquote im Konzern auswirkte.

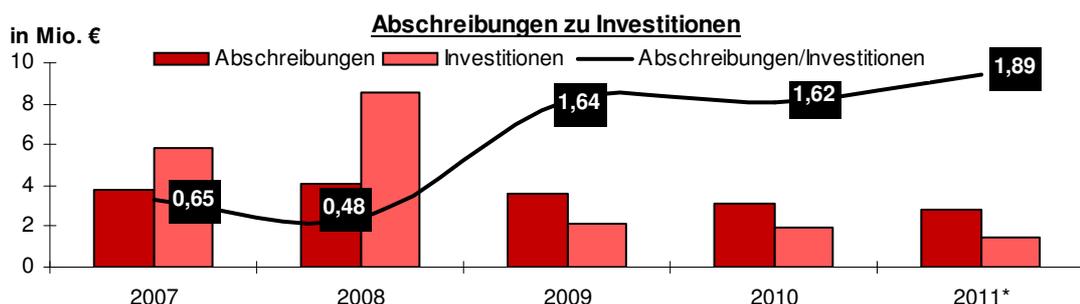
Verschuldungsrelationen



Quelle: Berechnungen GBC

Da der Kaufpreis der Feldmeier GmbH in Höhe von 10,1 Mio. € zum Großteil mittels Fremdkapital finanziert wurde, haben sich die Bankverbindlichkeiten in 2011 gegenüber dem Vorjahr etwas erhöht. Der Aufnahme der Kredite standen hingegen auch planmäßige Tilgungen von bestehenden Krediten in Höhe von 3,15 Mio. € gegenüber. Die Debt/Equity-Quote verblieb per Saldo auf dem Vorjahresniveau von 78,5 %.

Das operative Anlagevermögen war auf Grund der geringen Investitionen auch in 2011 weiter leicht rückläufig. Seitdem die großen Umbaumaßnahmen am Stammhaus im Jahr 2008 beendet wurden, hat sich die Investitionstätigkeit auf einem konstanten Niveau von ca. 2,00 Mio. € pro Jahr nivelliert. Die Abschreibungen übersteigen die Investitionen seither deutlich, woraus sich eine verbesserte Innenfinanzierungskraft ergibt. Dies ist ebenfalls ein wesentlicher Grund für die Verbesserung der angesprochenen Bilanzrelationen.



Quelle: Berechnungen GBC; *ohne Kaufpreis Feldmeier GmbH in Höhe von 10,1 Mio. €

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 durch zukünftig 100 %-iges Eigentum an 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 17,1 % findet ein Handel in der Aktie nur in geringen Stückzahlen bzw. Volumina statt

Chancen

- Einstieg in den Onlinemarkt mit Kosmetikprodukten eröffnet neues Wachstumspotenzial, da der Online-Einzelhandel derzeit deutlich höhere Wachstumsraten erzielt als der stationäre Handel
- 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 - Weiteres Wachstum prognostiziert - Margen steigen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
Umsatzerlöse (netto)	86,80	89,39	92,07
EBITDA (Marge)	15,65 (18,0 %)	16,40 (18,4 %)	16,90 (18,4 %)
EBIT (Marge)	12,86 (14,8 %)	13,50 (15,1 %)	14,00 (15,2 %)
EBT (Marge)	11,28 (13,0 %)	11,40 (12,8 %)	12,00 (13,0 %)
Konzernergebnis nach Minderheiten	8,77	7,34	7,74
EPS	2,37	1,99	2,09

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzprognosen - Online-Shop birgt Wachstumspotenzial in kommenden Jahren

Der Start ins neue Geschäftsjahr verlief für den deutschen Textileinzelhandel sehr verhalten. Zwar führten die starken Minustemperaturen im Januar und Februar zu dem erwarteten Aufholeffekt bei Winterware, der zuvor im Dezember ausgeblieben war, jedoch gelang dies nur unter Gewährung starker Rabatte. Das führte dazu, dass die Umsatzentwicklung des deutschen Textileinzelhandels im Januar mit mageren +1 % und im Februar sogar mit -3 % ausfiel.

Die Ludwig Beck AG teilt die in der Branche weit verbreitete Rabattphilosophie hingegen nicht, sondern setzt auf hochwertige Qualität und ausgezeichneten Service. Daher konnte das Unternehmen zwar von der besseren Kauflaune der Kunden profitieren, musste aber keine Preiszugeständnisse machen. Entsprechend legte die Ludwig Beck AG hervorragende Umsatzwerte im Vergleich zum Vorjahr vor. Gemäß den Aussagen des Vorstands hat sich die sehr gute Entwicklung auch im März fortgesetzt, woraus sich folgern lässt, dass ein gutes, über dem Vorjahr liegendes Q1 2012 zu erwarten ist.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Angesichts dessen, aber auch der stabilen Konsumsituation in Deutschland, geht der Vorstand der Ludwig Beck AG davon aus, die Umsatzerlöse im laufenden Geschäftsjahr 2012 um 2-3 % steigern zu können. Dies entspricht den Erwartungen des Bundesverbands Deutscher Textileinzelhändler (BTE) für die gesamte Textileinzelhandelsbranche. Angesichts der Tatsache, dass sich die Ludwig Beck AG in den vergangenen Jahren stets besser entwickeln konnte als die Gesamtbranche, halten wir ebenfalls höhere Umsatzzuwächse als in 2011 für möglich und gehen daher von einem Erreichen des oberen Endes der Spanne aus. Unsere Umsatzerwartung für 2012 beläuft sich daher auf 89,39 Mio. €, einer Steigerung gegenüber 2011 in Höhe von 3,0 %.

Die Ludwig Beck AG plant in 2012 mit einem eigenen Onlineshop im Bereich Kosmetik an den Markt zu gehen. Die Aufbauarbeiten hierfür laufen bereits, jedoch ist nicht damit zu rechnen, dass der Shop vor Herbst an den Markt gehen wird, weshalb derzeit noch nicht absehbar ist, wie hoch entsprechende Umsatzbeiträge in 2012 ausfallen könnten. Aus diesem Grund haben wir den Online-Shop in unseren Umsatzplanungen noch nicht berücksichtigt.

Im GJ 2013 sollten dann bereits nennenswerte Umsatzerlöse aus dem Online-Shop generiert werden können, was sich im Erfolgsfall stark auswirken und das Wachstum nochmals beschleunigen kann. Konservativ veranschlagen wir auch für 2012 ein Wachstum von 3 %.

Ergebnisprognosen - Steigerung bei EBIT und EBIT-Marge in Aussicht

Die Ergebnisentwicklung der Ludwig Beck AG im Geschäftsjahr 2012 sollte auf der Ebene des EBIT bereits durch das Entfallen der Sondereffekte, die im Rahmen des 150-jährigen Firmenjubiläums angefallen waren, aufwärtsgerichtet sein, was auch mit einer merklichen Verbesserung der EBIT-Marge einhergehen sollte. Gegenläufig dürfte jedoch wiederum der Ausbau des Online-Geschäfts wirken, der in den ersten Monaten des Bestehens noch Anlaufverluste beisteuern dürfte.

Insgesamt rechnen wir für das GJ 2012 mit einem EBIT in Höhe von 13,50 Mio. €, was einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr um 5,0 % entspricht. Die EBIT-Marge erwarten wir bei 15,1 %, nach 14,8 % (unbereinigt) in 2010.

Auch beim EBT erwarten wir eine weitere Verbesserung gegenüber 2011, jedoch wird der Zuwachs voraussichtlich nicht so stark ausfallen wie beim EBIT. Hintergrund ist der positive Einmaleffekt in 2011 in Höhe von 0,80 Mio. €, der in 2012 nicht erneut zu erwarten ist. Entsprechend wird das Finanzergebnis deutlich höher ausfallen als in 2011. Jedoch findet auf der anderen Seite auch eine Entlastung des Finanzergebnisses statt, da die Ergebnisanteile der Minderheitsgesellschafter der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG nicht mehr im Finanzergebnis ausgewiesen werden. Wir rechnen dadurch mit einer jährlichen Entlastung des Finanzergebnisses in Höhe von rund 0,30 Mio. €.

In Summe sollte sich in 2011 ein EBT in Höhe von 11,40 Mio. € ergeben, was einem Anstieg gegenüber 2010 um 1,1 % gleichkommt. Damit liegen wir am oberen Ende der vom Management ausgegebenen Prognosespanne von 10-12 Mio. €. In der Prognose berücksichtigt sind bereits die Anlaufkosten für den geplanten Online-Shop für Kosmetikprodukte.

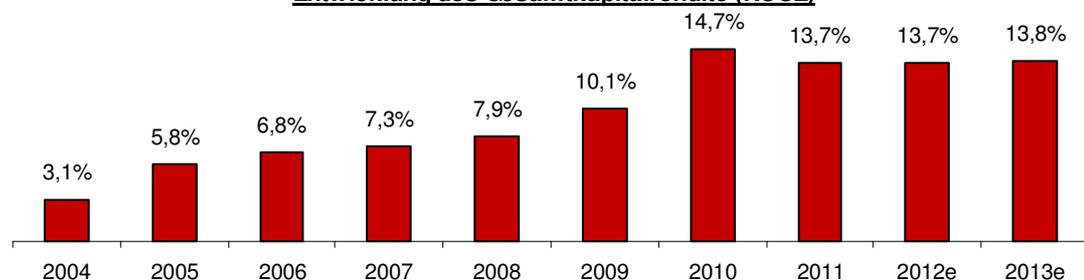
Durch den Wegfall der positiven Steuereffekte im Jahr 2011 sollte der Jahresüberschuss im GJ 2012 deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus ausfallen. Wir gehen davon aus, dass dieser bei 7,34 Mio. € liegen wird, 16,3 % unter dem Vorjahresniveau.

Rentabilität auf hohem Niveau stabil erwartet - Online-Bereich birgt Potenzial

Im GJ 2012 plant die Ludwig Beck AG ein wieder etwas erhöhtes Investitionsvolumen. Speziell soll im Sommer das Strumpfhaus umgebaut und renoviert werden, was ein Investitionsvolumen von rund 1,50 Mio. € nach sich ziehen sollte. Zuzüglich dem Aufbau des Online-Shops und sonstigen Ersatzinvestitionen erwarten wir ein Investitionsvolumen in Sachanlagevermögen in Höhe von 4,00 Mio. €.

Dies wird das Sachanlagevermögen und damit das investierte Kapital erhöhen. Da sich erwartungsgemäß gleichzeitig die Rentabilität, wie oben beschrieben, verbessert, gehen wir davon aus, dass die Ludwig Beck AG die Gesamtkapitalrendite (ROCE) auf dem hohen Niveau des Jahres 2011 halten kann.

Entwicklung des Gesamtkapitalrendite (ROCE)



Quelle: GBC

Auch für das Jahr 2013 antizipieren wir ein Verharren der Kapitalrendite auf hohem Niveau. Angesichts eines erfolgreichen Einstiegs in den Online-Bereich, könnten die Ergebnismargen jedoch nochmals besser ausfallen als bislang in unseren Prognosen berücksichtigt. Dies würde auch zu einer verbesserten Kapitalrendite führen. Mittelfristig sehen wir daher und auch auf Grund der konsequenten Weiterführung des Trading-ups weiteres Potenzial die Kapitalrenditen zu verbessern.

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 2012 und 2013 in Phase 1 (siehe Seiten 8-9), erfolgt von 2013 bis 2019 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 33,0 % 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 1,0 %.

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 2,00 %.

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 1,3714.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,50 % (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 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,77 %. 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 7,77 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 26,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 25,00 € um +4 % nach oben hin angepasst.

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	18,4%	ewige EBITA - Marge	15,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,1%	effektive Steuerquote im Endwert	33,0%
Working Capital zu Umsatz	2,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	89,39	92,07	93,91	95,79	97,70	99,65	101,64	103,67	
US Veränderung	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,96	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	
EBITDA	16,40	16,90	17,23	17,58	17,93	18,29	18,65	19,02	
EBITDA-Marge	18,3%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	18,4%	
EBITA	13,50	14,00	14,33	14,62	14,91	15,21	15,51	15,82	
EBITA-Marge	15,1%	15,2%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%
Steuern auf EBITA	-4,46	-4,62	-4,73	-4,82	-4,92	-5,02	-5,12	-5,22	
zu EBITA	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
EBI (NOPLAT)	9,05	9,38	9,60	9,79	9,99	10,19	10,39	10,60	
Kapitalrendite	9,7%	9,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Working Capital (WC)	1,28	1,84	1,88	1,92	1,95	1,99	2,03	2,07	
WC zu Umsatz	1,4%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Investitionen in WC	-0,48	-0,56	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	93,40	94,50	96,38	98,31	100,27	102,27	104,31	106,35	
AFA auf OAV	-2,90	-2,90	-2,90	-2,96	-3,02	-3,08	-3,14	-3,20	
AFA zu OAV	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	
Investitionen in OAV	-3,97	-4,00	-4,79	-4,88	-4,98	-5,08	-5,18	-5,24	
Investiertes Kapital	94,67	96,34	98,26	100,22	102,22	104,26	106,34	108,42	
EBITDA	16,40	16,90	17,23	17,58	17,93	18,29	18,65	19,02	
Steuern auf EBITA	-4,46	-4,62	-4,73	-4,82	-4,92	-5,02	-5,12	-5,22	
Investitionen gesamt	-4,45	-4,56	-4,82	-4,92	-5,02	-5,12	-5,22	-5,28	
Investitionen in OAV	-3,97	-4,00	-4,79	-4,88	-4,98	-5,08	-5,18	-5,24	
Investitionen in WC	-0,48	-0,56	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	7,50	7,72	7,68	7,83	7,99	8,15	8,31	8,52	149,74

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	130,57	133,00
Barwert expliziter FCFs	41,90	37,44
Barwert des Continuing Value	88,67	95,56
Nettoschulden (Net debt)	34,49	30,07
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	96,08	102,93
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	96,08	102,93
Ausstehende Aktien in Tsd.	3,695	3,695
Fairer Wert der Aktie in EUR	26,00	27,86

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	75,0%
Fremdkapitalkosten	4,0%
Zielgewichtung	25,0%
Taxshield	35,4%
WACC	7,8%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	8,0%
9,0%	24,03	23,50	22,99	22,50	22,03
9,5%	25,61	25,04	24,50	23,97	23,46
10,0%	27,19	26,58	26,00	25,44	24,90
10,5%	28,77	28,13	27,51	26,91	26,33
11,0%	30,35	29,67	29,01	28,38	27,77

Fazit

Wachstum überproportional zum Markt - starke Rentabilität - Aktie mit KGV 10 weiterhin sehr günstig bewertet - Kursziel auf 26,00 € angehoben - Rating KAUFEN

Während der deutsche Textileinzelhandel ein durchwachsendes Jahr aufwies und ein Nullwachstum verzeichnete, konnte die Ludwig Beck AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2011 ein flächenbereinigtes Wachstum um 1,7 % ausweisen. Damit entwickelte sich das Münchner Unternehmen einmal mehr überdurchschnittlich zum Markt.

Ergebnisseitig waren im Geschäftsjahr 2011 mehrere Sondereffekte zu verzeichnen, welche das Ergebnis einmalig belasteten. Dabei machten sich insbesondere Aufwendungen im Rahmen des 150-jährigen Jubiläums der Gesellschaft bemerkbar, die per Saldo mit 0,7 Mio. € zu Buche standen. Trotz dieser Belastungen lag das EBIT bei 12,86 Mio. €, nach 13,74 Mio. € im Vorjahr. Die EBIT-Marge konnte im gleichen Zuge nahezu konstant bei 14,8 % gehalten werden (2010: 15,3 %). Bereinigt um die Sonderaufwendungen lag das EBIT bei 13,96 Mio. € und damit oberhalb des Vorjahresniveaus. Die bereinigte EBIT-Marge wies entsprechend einen Wert von 16,1 % aus.

Einmal mehr hat die Ludwig Beck AG damit im Geschäftsjahr 2011 bewiesen, dass die eingeschlagene Strategie des Trading-ups nachhaltig Erfolge zeigt. Einhergehend mit der weiteren Verbesserung der Ergebnisse konnte auch die Kapitalrendite (ROCE) auf einem hohen Niveau von 13,7 % gehalten werden. Nicht zuletzt überzeugte die Ludwig Beck AG erneut mit einem starken operativen Cashflow.

Bilanziell hat sich in 2011 insbesondere die Eigenkapitalquote weiter verbessert. Mit 49,9 % konnte diese gegenüber dem Vorjahr um 6,2 Prozentpunkte gesteigert werden. Durch den Erwerb der Feldmeier GmbH und einer zusätzlichen Nachlassregelung der Minderheitsgesellschafter der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG, der Eigentümerin der Immobilie am Marienplatz, konnten potenzielle Abfindungsansprüche der Minderheitsgesellschafterin in Höhe von rund 8,50 Mio. € sowie passive latente Steuern in Höhe von 2,40 Mio. € aufgelöst werden.

Für 2012 sind wir ebenfalls sehr optimistisch gestimmt. Der Start in das laufende Jahr 2012 ist für die Ludwig Beck AG bereits sehr vielversprechend verlaufen. Angesichts dessen und der insgesamt guten konjunkturellen Lage und Konsumstimmung sieht das Management gute Chancen, um für das Gesamtjahr ein Wachstum von 2-3 % auszuweisen. Wir gehen von einem Erreichen der oberen Spanne bzw. von 89,39 Mio. € aus.

Auch die Ergebnisse sollten sich im Geschäftsjahr 2012 weiter verbessern. Bereits durch das Entfallen der Sonder- und Einmalaufwendungen ist mit einer Ergebnissteigerung zu rechnen. Wir gehen davon aus, dass sich das EBIT im Geschäftsjahr 2012 um 5,0 % auf 13,50 Mio. € verbessern wird, was einer EBIT-Marge von 15,1 % gleichkommt.

Die vom Vorstand ausgegebene EBT-Prognosespanne von 10-12 Mio. € halten wir vor diesem Hintergrund für gut erreichbar und erwarten ein Resultat am oberen Ende der Prognosespanne.

Angesichts der guten Geschäftsentwicklung sowie der guten Aussichten auf das Geschäftsjahr 2012 haben wir unser Kursziel für die Ludwig Beck AG leicht angehoben. Nach vormals 25,00 € haben wir nun einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 26,00 € ermittelt. Dies entspricht, ausgehend vom aktuellen Kursniveau, einem Kurspotenzial von knapp 30 %. Auch die Bewertungskennzahlen der Aktie unterstreichen das hohe Potenzial der Aktie. So beläuft sich das erwartete KGV für 2012 auf lediglich 10. Das EV/EBITDA liegt bei 6,8. Angesichts der starken Kapitalrenditen, der hohen operativen Cashflows und soliden bilanziellen Situation halten wir dies für zu niedrig. Unser Rating KAUFEN wird vor diesem Hintergrund bestätigt.

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 Leopold, 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