



Researchstudie (Anno)



2012 mit Ergebnis- und Margenrekord

-

**Einstieg ins Online-Geschäft eröffnet
zusätzliches Wachstumspotenzial**

Rating: KAUFEN

Fairer Wert: 31,50 €

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

Rating: KAUFEN

Kursziel: 31,50

Aktueller Kurs: 28,60

20.3.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905

WKN: 519990

Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 8,368

Marketcap³: 105,68

Enterprise Value³: 142,17

³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 20,10 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2013

Designated Sponsor:

VISCARDI

Analysten:

Felix Gode

gode@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 19

LUDWIG BECK AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

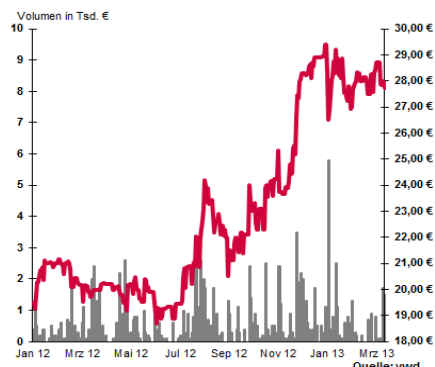
Fokus: Damenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 471

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. Seit Dezember 2012 ist stationäre Handel durch eine e-commerce-Plattform ergänzt worden, über welche Kosmetik- und Beautyartikel auch vertrieben werden. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Stammhaus generiert rund 98 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG besteht neben dem Stammhaus in München noch eine Filiale 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	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e
Umsatz	103,28	103,16	107,34	111,41
EBITDA	15,65	16,80	17,25	18,50
EBIT	12,86	13,86	14,25	15,25
Jahresüberschuss	8,77	8,31	8,37	9,06

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,37	2,25	2,27	2,45
Dividende je Aktie	0,45	0,50	0,55	0,60

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,39	1,38	1,32	1,28
EV/EBITDA	9,20	8,46	8,24	7,69
EV/EBIT	11,19	10,26	9,98	9,32
KGv	12,05	12,72	12,63	11,66
KBV		1,76		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

18.04.2013: Veröffentlichung Q1-Bericht

08.05.2013: Hauptversammlung

18.07.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

17.10.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

12.02.2013: RG / 28,50 / HALTEN

05.11.2012: RG / 28,50 / HALTEN

22.10.2012: RS / 28,50 / KAUFEN

23.07.2012: RS / 28,50 / KAUFEN

23.04.2012: RS / 26,00 / 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.....	3
Unternehmensstruktur.....	3

Markt und Marktumfeld

Textileinzelhandel.....	4
E-Commerce-Markt.....	5

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	6
Geschäftsentwicklung 2012.....	7
Umsatzentwicklung.....	7
Ergebnisentwicklung.....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	9
SWOT-Analyse Ludwig Beck AG.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	11
Umsatzprognose.....	11
Ergebnisprognose.....	12

Bewertung/ Fazit

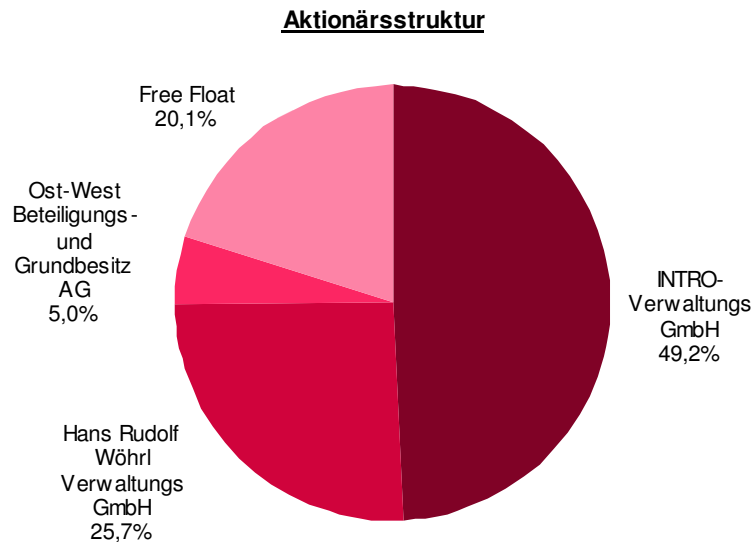
DCF-Bewertung.....	13
Modellannahmen.....	13
Bestimmung der Kapitalkosten.....	13
Bewertungsergebnis.....	13
Bewertungsmodell.....	14
Fazit	15

Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	19

Unternehmen

Aktionärsstruktur

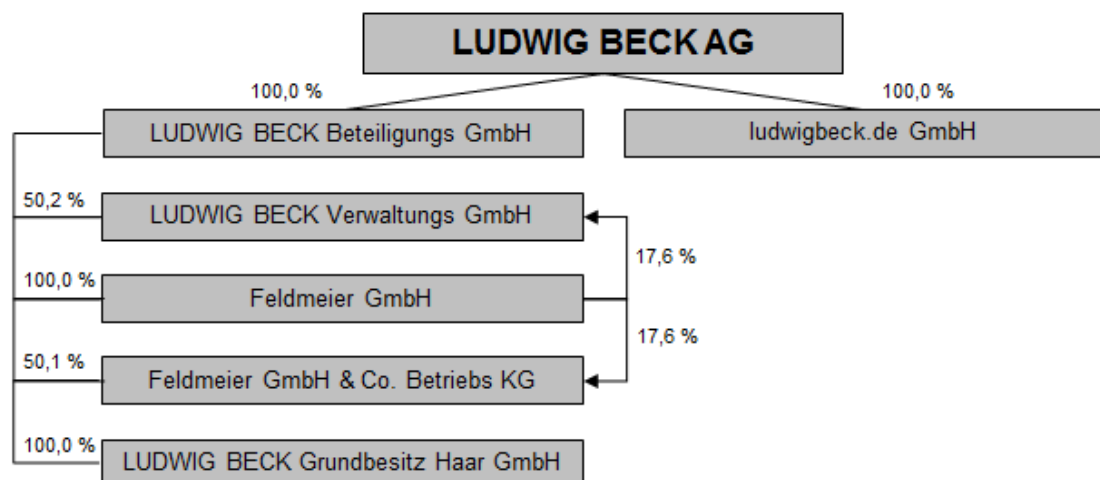


Quelle: Ludwig Beck, GBC

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 zuzurechnen sind. Der Streubesitz der Ludwig Beck AG beläuft sich auf 20,1 %, welcher sich aus über 2.000 Kleinaktionären zusammensetzt.

Unternehmensstruktur

Die Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG ist die Eigentümerin des Stammhauses am Münchner Marienplatz. Über die Tochtergesellschaft LUDWIG BECK Beteiligungs GmbH und deren 100 %ige Tochter Feldmeier GmbH sind der Ludwig Beck AG 67,7 % an der Immobiliengesellschaft zuzurechnen. Zudem werden der Ludwig Beck AG über eine Nachlassregelung in Zukunft darüber hinaus auch die verbleibenden 32,3 % an der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG zuwachsen. Während die Ludwig Beck Grundbesitz Haar GmbH Eigentümerin des Grundstückes des Logistikzentrums der Ludwig Beck AG ist, werden in der im Jahr 2012 neu gegründeten Tochtergesellschaft ludwigbeck.de GmbH die E-Commerce-Aktivitäten im Bereich Kosmetik und Beauty gebündelt.

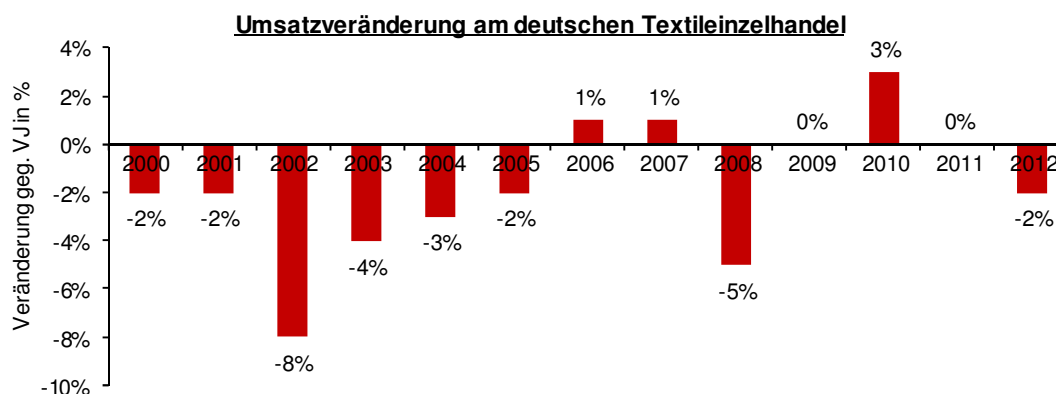


Quelle: Ludwig Beck, GBC

Markt und Marktumfeld

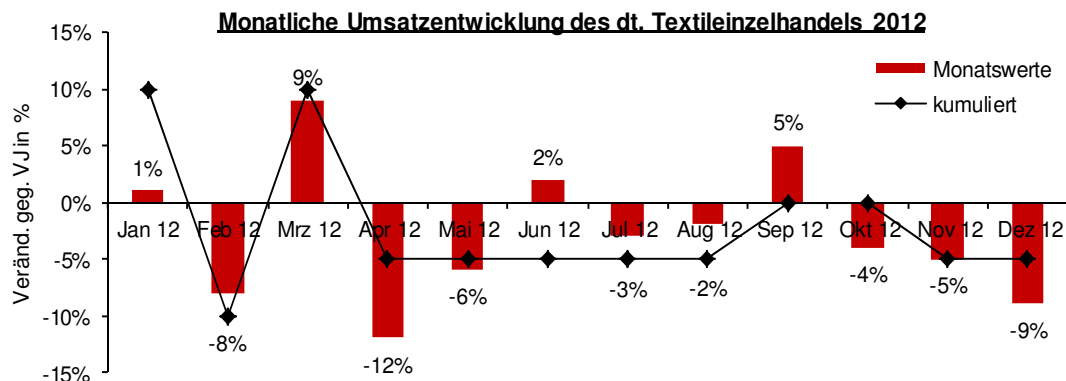
Deutscher Textileinzelhandel mit durchwachsenem Jahr 2012

Der deutsche Textileinzelhandel musste im abgelaufenen Jahr 2012 erstmals seit drei Jahren wieder einen Rückgang der Umsatzvolumina verzeichnen. Nachdem im Vorjahr das verbesserte Niveau aus dem Jahr 2010 gehalten werden konnte, zeigte sich das Jahr 2012 mit einem Rückgang der Umsatzerlöse um 2 % wieder schwächer.



Quelle: TW-Testclub

Während der Jahresauftakt, mit einem Umsatzplus von 1 % im Q1 2012, noch recht optimistisch ausfiel, waren im Q2 2012 deutliche Einbußen zu verzeichnen. Insbesondere die Monate April und Mai zeigten sich auf Grund von durchwachsenen Wetterbedingungen sehr schwach. Wenngleich die nasskalten Temperaturen im September dann noch einmal für eine Belebung der Nachfrage nach Herbstbekleidung sorgten, gingen die Erholungstendenzen im Q4 2012 wieder verloren. Insbesondere das Weihnachtsgeschäft konnte die Erwartungshaltung des Textileinzelhandels nicht erfüllen.



Quelle: TW-Testclub

Umso bemerkenswerter ist die Umsatzentwicklung der Ludwig Beck AG. Auf Grund der gelebten Trading-up-Strategie und der damit weniger bedarfsnahen Ausrichtung auf Saisonware, konnte sich das Unternehmen einmal mehr den schwierigen Rahmenbedingungen im deutschen Textileinzelhandel entziehen und eine filialbereinigte Umsatzsteigerung in Höhe von 2,6 % erzielen. Die Entwicklung des Gesamtmarktes wurde damit einmal mehr deutlich geschlagen, was die starke Positionierung des Unternehmens unterstreicht (siehe Seite 7 ff.).

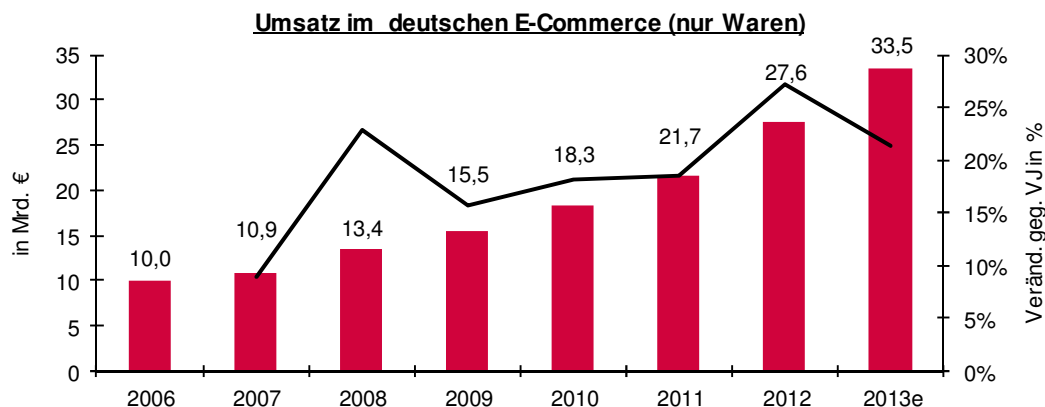
Start des deutschen Textileinzelhandels ins Jahr 2013 mit 3 % unter Vorjahr

Indes ist der deutsche Textileinzelhandel auch schwach in das neue Jahr 2013 gestartet. Ende Februar kumulierte sich der Umsatzrückgang gegenüber 2012 bereits auf 3 %. Hintergrund dessen waren insbesondere die niedrigen Temperaturen über den bisherigen Jahresverlauf hinweg, bis in den März hinein. Dies führte zwar zu einer anhaltenden Nachfrage nach Winterware, die jedoch zu großen Teilen bereits reduziert abgegeben wurde.

E-Commerce mit zweistelligen Wachstumsraten - Kosmetik mit 67 % Wachstum

In 2012 hat die Ludwig Beck AG mit dem Einstieg in den Bereich E-Commerce für hochwertige Kosmetikprodukte einen weiteren Schritt unternommen, um die bestehenden Umsatzpotenziale auszuschöpfen. Angesichts der starken Wachstumsraten des E-Commerce in Deutschland schätzen wir das Wachstumspotenzial für den Online-Shop als sehr attraktiv ein.

Allein im Jahr 2012 verzeichnete der deutsche E-Commerce-Markt für Waren einen Zuwachs um 27,2 % auf ein Gesamtvolumen von nunmehr 27,6 Mrd. €. Diese hohen Wachstumsraten lassen erkennen, dass der E-Commerce eine immer bedeutendere Stellung im Einzelhandel insgesamt einnimmt. Auch für 2013 wird davon ausgegangen, dass eine klar zweistellige Wachstumsrate von 21,4 % zu verzeichnen sein wird.

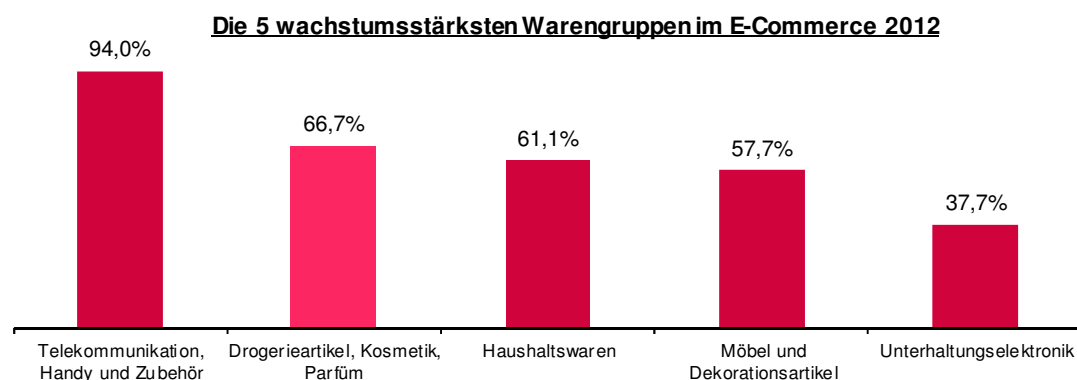


Quelle: Bundesverband des Deutschen Versandhandels e.V. (bvh)

Der rasante Aufstieg des E-Commerce ist indes eine weitere Erklärung für die schwache Entwicklung des stationären Textileinzelhandels. Immerhin wurden 2012 in Deutschland bereits 6,0 Mrd. € mit Bekleidung online umgesetzt, 30 % mehr als in 2011. Keine Warengruppe erzielt online damit höhere Umsatzerlöse als der Bekleidungsbereich.

Jedoch, andere Warengruppen erreichen derzeit deutlich höhere Zuwachsraten. Am dynamischsten entwickelte sich mit einem Zuwachs um 94,0 % die Warengruppe Telekommunikation, Handy und Zubehör. Als zweistärkste Warengruppe zeigten sich in 2012 Drogerieartikel, Kosmetik, Parfüm, mit einem Zuwachs um 66,7 % auf 500 Mio. €.

Die hohe Dynamik in diesem Bereich unterstreicht die strategische Entscheidung über den Ludwig Beck Online-Shop ausschließlich Kosmetikartikel anzubieten und damit in einem der wachstumsstärksten Bereichen des E-Commerce aktiv zu sein.



Quelle: Bundesverband des Deutschen Versandhandels e.V. (bvh)

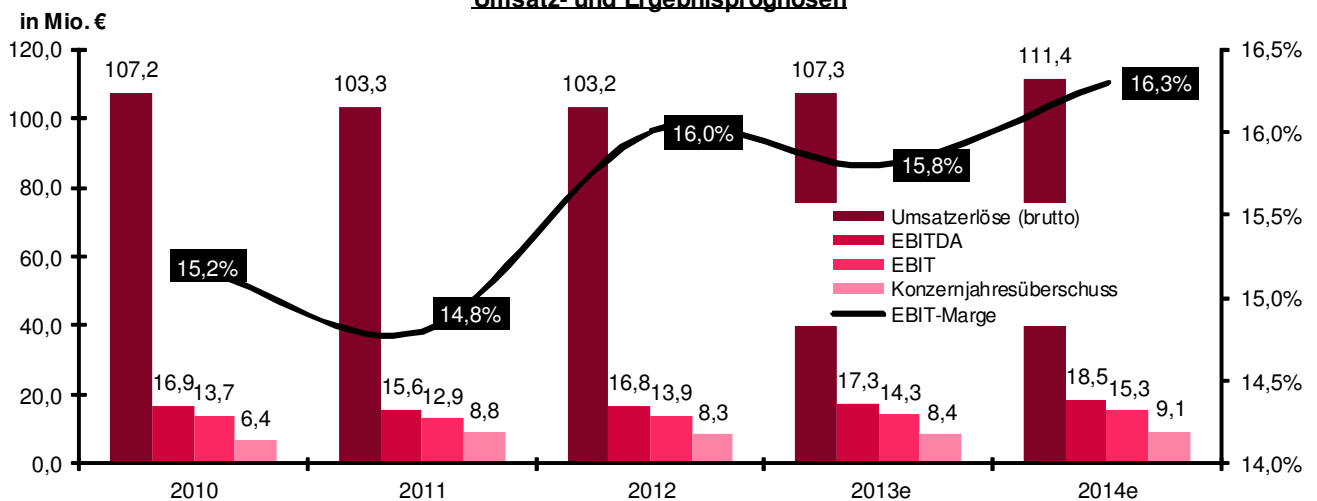
In der Gesamtbetrachtung sehen wir gute Chancen, dass sich die Ludwig Beck AG auch in den kommenden Geschäftsjahren von der allgemeinen Marktentwicklung abkoppeln und Wachstumsraten oberhalb des Textileinzelhandels erzielen kann. Wir teilen insofern die Auffassung des Managements der Ludwig Beck AG.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2010	in %	GJ 2011	in %	GJ 2012	in %	GJ 2013e	in %	GJ 2014e	in %
Umsatz (brutto)	107,21	119,0%	103,28	119,0%	103,16	119,0%	107,34	119,0%	111,41	119,0%
Mehrwertsteuer	-17,10	-19,0%	-16,48	-19,0%	-16,46	-19,0%	-17,14	-19,0%	-17,79	-19,0%
Umsatz (netto)	90,11	100,0%	86,80	100,0%	86,70	100,0%	90,20	100,0%	93,62	100,0%
Andere Aktivierte Eigenleistungen	0,05	0,1%	0,05	0,1%	0,10	0,1%	0,05	0,1%	0,05	0,1%
Materialaufwand	-44,65	-49,5%	-42,49	-48,9%	-42,87	-49,4%	-44,43	-49,3%	-46,12	-49,3%
Rohrertrag	45,51	50,5%	44,36	51,1%	43,93	50,7%	45,82	50,8%	47,55	50,8%
Sonstige betriebliche Erträge	3,48	3,9%	3,09	3,6%	3,53	4,1%	3,10	3,4%	3,10	3,3%
Personalaufwand	-17,05	-18,9%	-16,67	-19,2%	-16,35	-18,9%	-17,58	-19,5%	-18,02	-19,2%
Abschreibungen	-3,15	-3,5%	-2,79	-3,2%	-2,94	-3,4%	-3,00	-3,3%	-3,25	-3,5%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,06	-16,7%	-15,13	-17,4%	-14,31	-16,5%	-14,09	-15,6%	-14,14	-15,1%
EBIT	13,74	15,2%	12,86	14,8%	13,86	16,0%	14,25	15,8%	15,25	16,3%
Finanzergebnis	-3,84	-4,3%	-1,58	-1,8%	-1,80	-2,1%	-1,75	-1,9%	-1,75	-1,9%
EBT	9,90	11,0%	11,28	13,0%	12,06	13,9%	12,50	13,9%	13,50	14,4%
Steuern	-3,46	-3,8%	-2,50	-2,9%	-3,50	-4,0%	-3,87	-4,3%	-4,18	-4,5%
Konzernjahresüberschuss vor Minderheitenanteilen	6,44	7,1%	8,77	10,1%	8,56	9,9%	8,62	9,6%	9,31	9,9%
Minderheitenanteile	0,00	0,0%	0,00	0,0%	-0,25	-0,3%	-0,25	-0,3%	-0,25	-0,3%
Konzernjahresüberschuss nach Minderheitenanteilen	6,44	7,1%	8,77	10,1%	8,31	9,6%	8,37	9,3%	9,06	9,7%
EBITDA	16,89		15,65		16,80		17,25		18,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	18,7		18,0		19,4		19,1		19,8	
EBIT	13,74		12,86		13,86		14,25		15,25	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	15,2		14,8		16,0		15,8		16,3	
Ergebnis je Aktie	1,74		2,37		2,25		2,27		2,45	
Dividende je Aktie	0,35		0,45		0,50		0,55		0,60	
Aktienanzahl in Mio. Stück	3,695		3,695		3,695		3,695		3,695	

Umsatz- und Ergebnisprognosen



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Geschäftsentwicklung 2012 - überdurchschnittliches Wachstum & steigende Margen

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse (brutto)	103,28	-0,11 %	103,16
EBITDA (Marge)	15,65 (18,0 %)	+7,4 % (+1,4 Pp.)	16,80 (19,4 %)
EBIT (Marge)	12,86 (14,8 %)	+7,8 % (1,2 Pp.)	13,86 (16,0 %)
Jahresüberschuss	8,77	-5,2 %	8,31
EPS in €	2,37	-5,2 %	2,25

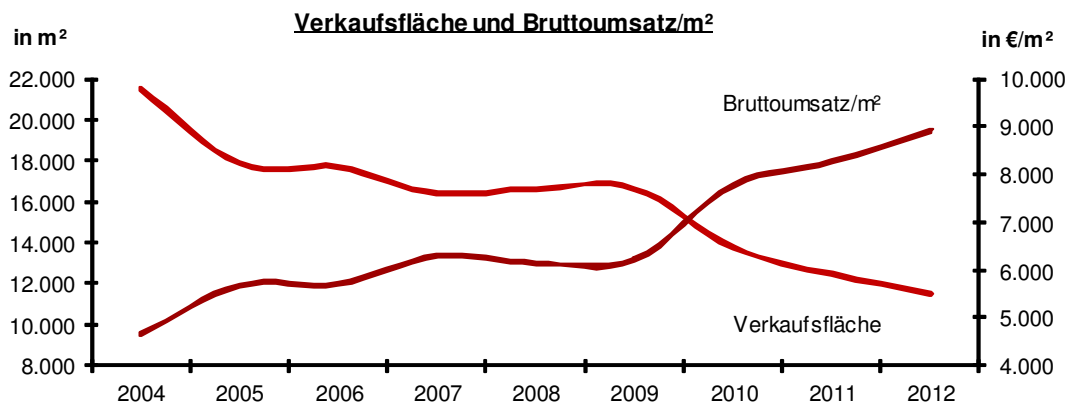
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzentwicklung - klare Abkopplung vom Gesamtmarkt mit Wachstum um 2,6 %

Einmal mehr konnte sich die Ludwig Beck AG im abgelaufenen GJ 2012 von der allgemeinen Entwicklung des deutschen Textileinzelhandels absetzen und eine Steigerung der filialbereinigten Umsatzerlöse um 2,6 % erreichen. Die ausgewiesenen, filialunbereinigten Bruttoumsatzerlöse lagen bei 103,16 Mio. € und damit leicht unterhalb des Vorjahresniveaus. Hintergrund dessen ist die Schließung der Esprit-Filiale im Olympiaeinkaufszentrum (OEZ) München zur Jahresmitte, welche entsprechend in der zweiten Jahreshälfte keine Umsatzerlöse mehr beisteuerte.

Mit der Schließung der Filialen im OEZ und in Augsburg hat die Ludwig Beck AG die Konzentration auf das Stammhaus am Münchner Marienplatz beendet und verfügt nunmehr über keine weiteren Filialen. Die Straffung wurde insbesondere vor dem Hintergrund der kontinuierlichen Umsetzung der Trading-up-Strategie vorgenommen.

Die vollzogenen Filialschließungen der vergangenen Jahre haben zur Folge gehabt, dass sich die Verkaufsfläche des Konzerns in den vergangenen Jahren deutlich verringert hat. Ende 2012 verfügte die Ludwig Beck AG über 11.557 m² Verkaufsfläche, fast halb so viel wie noch im Jahr 2004. In Folge der Trading-up-Strategie wurde jedoch im gleichen Zuge die Wertigkeit des Produktsortiments angehoben und somit eine deutliche Verbesserung der Flächeneffizienz erreicht. Dies schlägt sich in steigenden Umsatzerlösen pro Quadratmeter nieder, welche in 2012 bei nunmehr 8.900 € lagen und damit seit 2004 nahezu verdoppelt wurden. Diese Zahl bringt den Erfolg der eingeschlagenen Strategie deutlich zum Ausdruck.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Anfang Dezember 2012 vollzog die Ludwig Beck AG den Einstieg ins Online-Geschäft. Dabei bietet das Unternehmen nun die exklusiven Produkte der Beauty- und Kosmetikabteilung HAUTNAH in einem eigenen Online-Shop an. Da der Shop zwar bereits vor dem wichtigen Weihnachtsgeschäft online ging, aber dennoch noch erst einen Monat zum Konzernumsatz beitrug, gehen wir davon aus, dass der Umsatzbeitrag in 2012 noch keine wesentliche Größenordnung erreichte. In den kommenden Jahren ist jedoch davon auszugehen, dass sich maßgebliche Wachstumsraten erreichen lassen (siehe Seite 11).

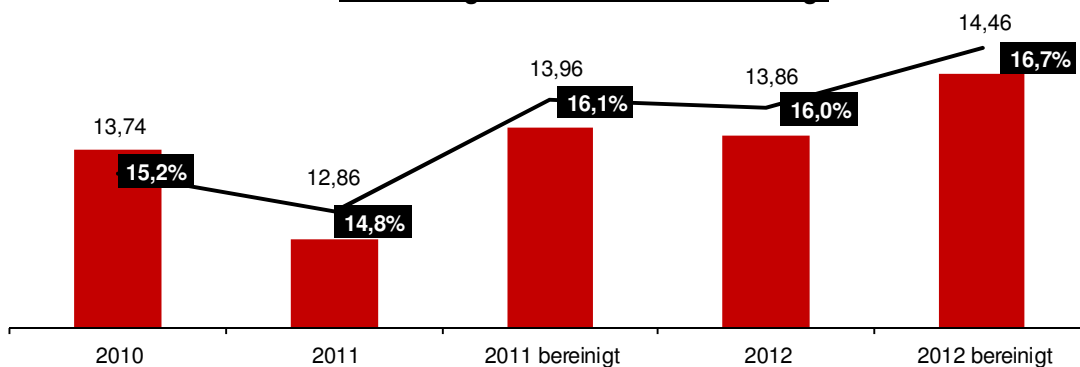
Insgesamt schätzen wir die Umsatzentwicklung der Ludwig Beck AG im abgelaufenen GJ 2012 einmal mehr als sehr überzeugend ein. Insbesondere die Abkopplung von der allgemeinen Marktentwicklung verdeutlicht den Erfolg der strategischen Ausrichtung.

Ergebnisentwicklung - Anhaltend hohe Ergebnisqualität bei steigenden Margen

Die Umsetzung der Trading-up-Strategie, die Steigerung der Flächeneffizienz und die Senkung der Fixkosten im Zuge der Filialschließungen sind auch mit einer deutlichen Verbesserung der Rentabilität über die vergangenen Jahre einhergegangen. Bereits im GJ 2011 erreichte die Ludwig Beck AG, bereinigt um die Sonderkosten im Zusammenhang mit dem 150-jährigen Firmenjubiläum, eine EBIT-Marge in Höhe von 16,1 %.

Im GJ 2012 wurde diese hohe Rentabilität bestätigt, mit einem EBIT von 13,86 Mio. € bzw. einer EBIT-Marge von 16,0 %. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das EBIT in 2012 durch die Anlaufkosten des Online-Shops in Höhe von 0,6 Mio. € belastet war. Bereinigt um diesen Effekt lag das EBIT im GJ 2012 sogar bei 14,46 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 16,7 % entspricht.

Entwicklung EBIT in Mio. € und EBIT-Marge



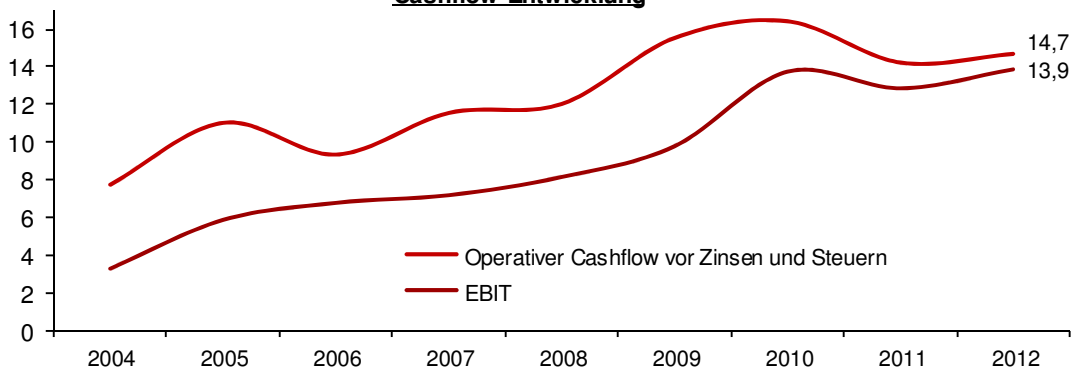
Quelle: Ludwig Beck, GBC; 2011 bereinigt um Sonderkosten für das 150-jährige Firmenjubiläum, 2012 bereinigt um Anlaufkosten des Kosmetik Online-Shops

Auf Ebene des Jahresüberschusses war hingegen ein leichter Rückgang um 5,2 % auf 8,31 Mio. € gegenüber dem Vorjahr zu beobachten. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass sowohl das Finanzergebnis, als auch das Steuerergebnis, im Vorjahr durch positive Einmaleffekte geprägt war.

Während das Finanzergebnis im Vorjahr in Höhe von 0,80 Mio. € durch den Erwerb der Feldmeier GmbH und einer planmäßigen steuerlichen Betriebsprüfung positiv beeinflusst war, wurde das Steuerergebnis durch die Auslösung passiver latenter Steuern im Rahmen des Erwerbs der Feldmeier GmbH sowie der steuerlichen Betriebsprüfung im Saldo mit 1,1 Mio. € ebenfalls positiv beeinflusst. Bereinigt um alle einmaligen Effekte wäre der Jahresüberschuss im GJ 2011 bei 7,42 Mio. € gelegen, mit einem entsprechenden Anstieg um 12,0 % im GJ 2012.

Die bereinigte Ergebnisbetrachtung macht deutlich, wie hoch die tatsächliche Qualität der Ergebnisentwicklung und deren Konstanz über die vergangenen Geschäftsjahre war. Die gute Ergebnisqualität wird auch bei der Betrachtung des operativen Cashflows vor Zinsen und Steuern im Verhältnis zum EBIT (Cash Conversion Rate) deutlich. Seit 2004 konnte stetig ein Cashflow oberhalb des EBIT-Niveaus erwirtschaftet werden.

Cashflow-Entwicklung



Quelle: Ludwig Beck, GBC

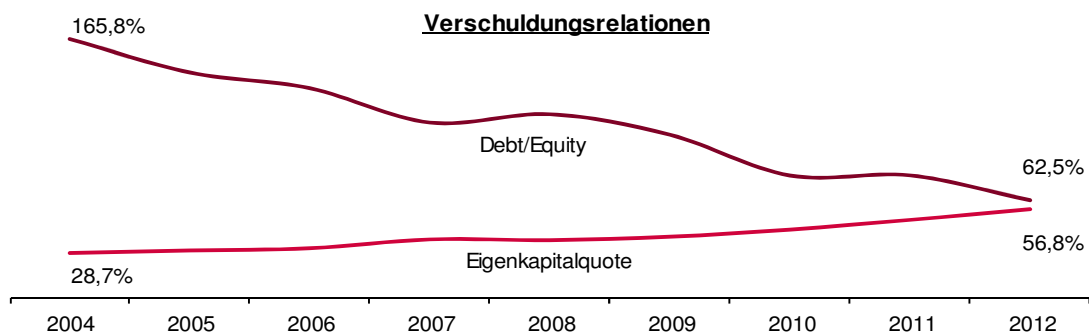
Bilanzielle und finanzielle Situation - überdurchschnittliche gute Bilanzrelationen

in Mio. €	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012
Eigenkapital	47,56	53,74	59,94
EK-Quote	43,7 %	49,9 %	56,8 %
Finanzverbindlichkeiten	37,28	42,16	37,49
Operatives Anlagevermögen	93,76	92,32	91,67
Working Capital	-0,95	0,80	6,00
Liquide Mittel	4,80	3,94	0,99

Quelle: Berechnungen GBC

Die gesteigerte Rentabilität der Ludwig Beck AG über die vergangenen Jahre hinweg hat sich auch positiv auf die Bilanzrelationen ausgewirkt. So verbesserte sich das Eigenkapital im Zuge der starken Ergebnisse stetig und lag zum Ende des GJ 2012 bei 59,94 Mio. € und damit auf einem neuen Rekordwert. Gleichzeitig kletterte die Eigenkapitalquote auf nunmehr 56,8 %, was ebenfalls dem höchsten Wert der Unternehmenshistorie seit dem Börsengang entspricht. Im Branchenvergleich ist dieser Wert überdurchschnittlich hoch und Ausdruck der hervorragenden bilanziellen und finanziellen Verfassung des Unternehmens.

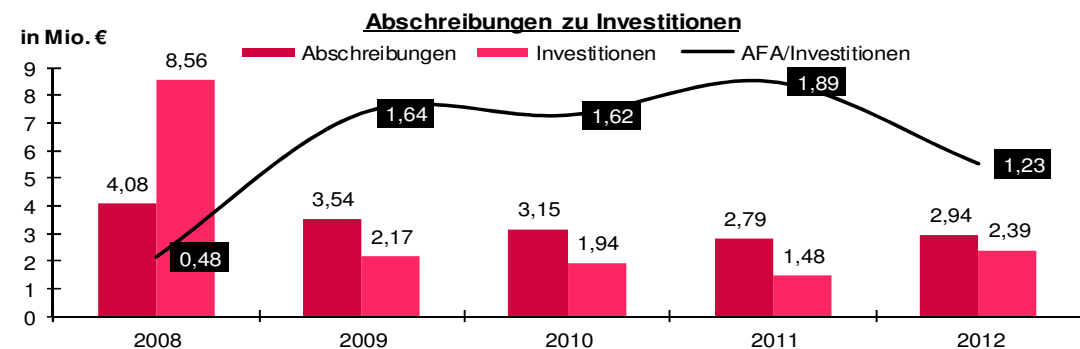
Die merklich gesteigerte Eigenkapitalquote ist neben den guten Ergebnissen auch Resultat sinkender Kreditbestände. Allein seit dem Jahr 2004 wurden die Finanzverbindlichkeiten nahezu auf 45,63 Mio. € halbiert. Zudem haben sich die Finanzierungskonditionen im Zuge der bilanziellen Stärkung über die vergangenen Jahre merklich verbessert und wurden durch Umschuldungen stetig optimiert. Die Zinssätze für kurz- und langfristige Darlehen belaufen sich derzeit auf sehr niedrige Sätze zwischen ca. 1,0 % und 4,5 %, was sich sehr positiv auf das Finanzergebnis auswirkt.



Quelle: Berechnungen GBC

Leicht zugenommen hat im GJ 2012 das Working Capital, vor allem im Bereich der Vorräte, was insbesondere auf den Aufbau des Online-Shops zurückzuführen war. Der Anstieg der Forderungen ist auf einen saisonalen Effekt zurückzuführen, der sich in den ersten Tagen des neuen Jahres wieder nivelliert hat.

Rückläufig zeigte sich auch das operative Anlagevermögen, was sich positiv auf die Kapitalrenditen auswirkte. Hintergrund sind die Investitionsvolumina, welche in den vergangenen vier Jahren zwischen 1,5 und 2,4 Mio. € und damit jeweils unterhalb der Abschreibungen lagen. Zuletzt, im GJ 2012, betrafen die Investitionen im Wesentlichen den Umbau des Strumpfhauses.



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 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
- Wachsender Online-Handel im Bekleidungsbereich könnte den stationären Textileinzelhandel zunehmend Marktanteile streitig machen
- 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 - Online-Shop als Wachstumsfaktor - Margen steigen

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e
Umsatzerlöse (brutto)	103,16	107,34	111,41
EBITDA (Marge)	16,80 (19,4 %)	17,25 (19,1 %)	18,50 (19,8 %)
EBIT (Marge)	13,86 (16,0 %)	14,25 (15,8 %)	15,25 (16,3 %)
EBT (Marge)	12,06 (13,9 %)	12,50 (13,9 %)	13,50 (14,4 %)
Konzernergebnis nach Minderheiten	8,31	8,37	9,06
EPS	2,25	2,27	2,45

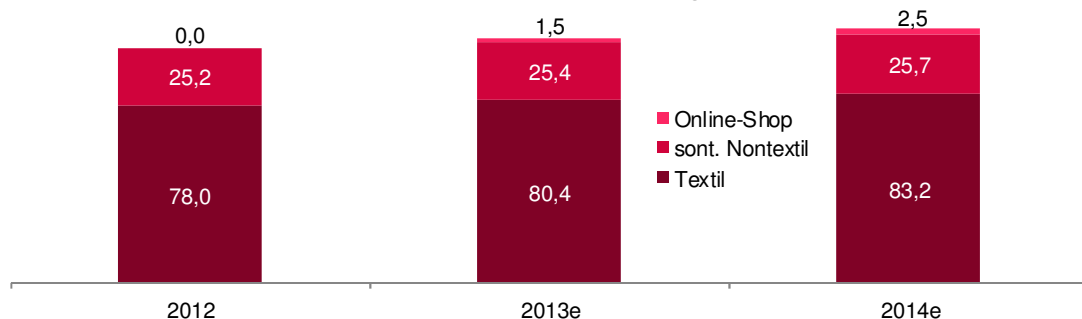
Quelle: Berechnungen GBC

Umsatzprognosen - Wachstumsraten bleiben hoch - Online-Anteil steigt deutlich

Die Umsatzerlöse im Bereich Textil lagen im GJ 2012 bei 78,0 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass darin Erlöse der Filiale im OEZ für ein halbes Jahr enthalten waren. Der in 2013 entfallende Umsatz daraus muss nun durch das Stammhaus kompensiert werden. Unter Herausrechnung der Umsätze der Filiale im OEZ dürfte das Wachstum im Textilbereich im Stammhaus in 2012 bei rund 3,5 % gelegen haben. Wir erwarten, dass das Wachstum in 2013 im Bereich Textil mit rund 3,5 % genauso dynamisch ausfallen wird. Damit sind für 2013 im Segment Textil (dann ausschließlich Stammhaus) rund 80,4 Mio. € an Umsatzerlösen zu erwarten. Für den Bereich Nontextil ohne Online-Shop unterstellen wir eine Wachstumsrate von 1 %, äquivalent zum Jahr 2012. Daraus ergibt sich ein Umsatzbeitrag in Höhe von 25,4 Mio. €.

Um die Umsatzprognose mit einem Wachstum von 4-6 % zu erreichen, dürfte die Erwartung des Vorstandes damit implizieren, dass der Umsatzbeitrag des Online-Shops im Jahr 2013 bereits bei 1,5–3,5 Mio. € liegt. Konservativ gehen wir davon aus, dass die untere Spanne dessen von 1,5 Mio. € erreicht wird. Entsprechend erwarten wir Konzernumsatzerlöse in Höhe von 107,34 Mio. €, bzw. eine Steigerung um 4,0 %.

Erwartete Umsatzverteilung



Quelle: Berechnungen GBC

Für das Jahr 2014 haben wir ebenfalls konservative Wachstumsraten für die Bereiche Textil und Nontextil ohne Online-Shop gewählt. Jedoch erwarten wir, dass sich der Online-Shop für Kosmetikprodukte, angesichts des sehr dynamischen Marktwachstums auf der einen und der Einzigartigkeit des Produktsortimentes auf der anderen Seite, weiter stark wachsen wird. So gehen wir für das GJ 2014 bereits von einem Umsatzanteil des Online-Shops in Höhe von 2,5 Mio. € aus. In dieser Größenordnung der Umsatzerlöse erwarten wir zudem, dass die ludwigbeck.de GmbH dem Break-even nahezu erreichen wird.

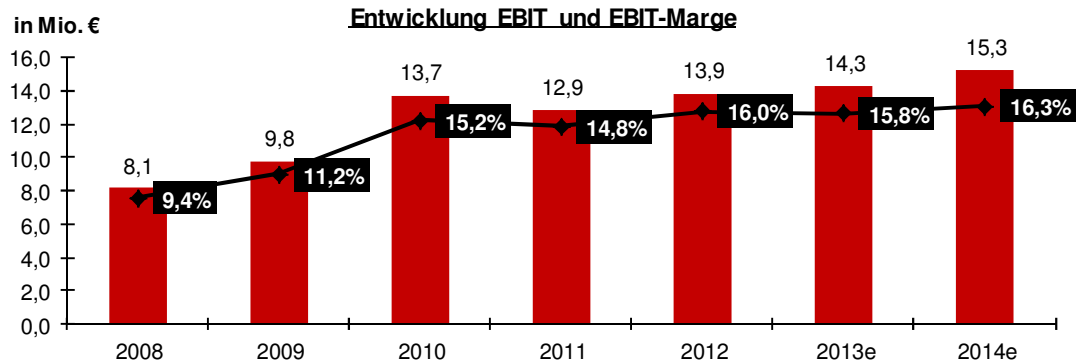
Die hohe erwartete Dynamik der Umsatzerlöse im Online-Bereich sollte zudem dazu führen, dass der Umsatzanteil des Bereichs Nontextil weiter zunimmt. Während dieser im Jahr 2010 noch bei 23,1 % lag, machten die Kosmetikprodukte, Kurzwaren und Tonträger im Jahr 2012 bereits 24,4 % der Umsatzerlöse aus. Bis zum Jahr 2014 erwarten wir, dass sich der Anteil nochmals erhöht, auf dann 25,3 %.

Die zu erwartenden Umsatzzuwächse in Folge des Ausbaus des 1. Untergeschosses in 2014 und die damit einhergehende Erweiterung der Verkaufsfläche um 4 % auf dann 12.000 m² haben wir in unseren Prognosen nur mit geringen Effekten berücksichtigt, da wir nennenswerte Umsatzbeiträge daraus erst im GJ 2015 erwarten.

Ergebnisprognosen - weitere Ergebnis- und Margensteigerungen zu erwarten

Auf Grund der hohen erzielbaren Skaleneffekte im Online-Geschäft wird sich der erhöhte Umsatzanteil auch sehr positiv auf die Margensituation der Ludwig Beck AG niederschlagen und sowohl im Bereich Nontextil, als auch auf Konzernebene, weitere Margensteigerungen nach sich ziehen.

Dabei gehen wir nicht davon aus, dass die ludwigbeck.de GmbH, welche das Online-Geschäft betreibt, bereits im GJ 2013 profitabel arbeiten wird. Jedoch erwarten wir im GJ 2014 nur noch minimale Verlustbeiträge, was entsprechend positive Auswirkungen auf die Margensituation haben sollte. Für das GJ 2013 werden die Anlaufverluste jedoch das Ergebnis noch deutlicher belasten, wenngleich wir davon ausgehen, dass diese im Vergleich zum GJ 2012 (0,6 Mio. €) niedriger ausfallen werden.

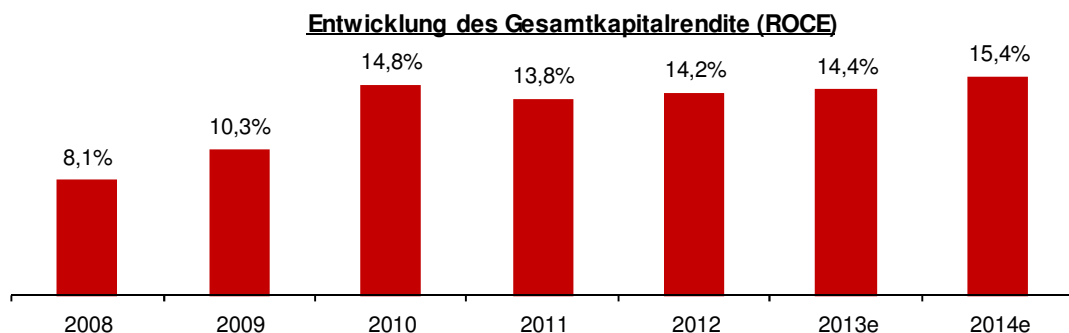


Quelle: Berechnungen GBC

Bei den Ergebnismargen wird sich im GJ 2013 insbesondere die Erhöhung der Personalkosten bemerkbar machen. Im Zuge der Unternehmenserfolge der vergangenen Jahre beteiligt das Management die Mitarbeiter im Form einer allgemeinen Lohnerhöhung um 6,5 %. Entsprechend höhere Personalaufwendungen erwarten wir für das GJ 2013. In der Folge gehen wir davon aus, dass im GJ 2013 ein EBIT in Höhe von 14,25 Mio. € erreicht werden wird, was einer EBIT-Marge von noch immer starken 15,8 % entspricht. Im Jahr darauf werden sich dann verstärkt wachstumsbedingte Skaleneffekte und rückläufige Anlaufverluste aus dem Online-Geschäft bemerkbar machen und zu einem dann deutlichen Anstieg des EBIT auf 15,25 Mio. € bzw. einer EBIT-Marge von 16,3 % führen.

Entsprechende Implikationen lassen sich für den Konzern-Jahresüberschuss ableiten, welcher bis zum Jahr 2014 überproportional auf 9,06 Mio. € bzw. 2,45 € je Aktie anwachsen sollte. Dabei erwarten wir nicht, dass im Zuge der Optimierungen der letzten Jahre auf Ebene des Finanzergebnisses weitere maßgebliche Verbesserungen erfolgen. Zudem gehen wir auch davon aus, dass die effektive Steuerquote ab 2013 wieder erhöht ausfallen wird. Diese war im GJ 2012 durch einen einmaligen Effekt leicht positiv beeinflusst und sollte sich in den Folgejahren wieder auf Größenordnung von rund 31 % normalisieren.

Die erwartete weiterhin starke Ergebnisentwicklung wird sich auch in der Kapitalrendite, d.h. der Effizienz der Verzinsung des eingesetzten Kapitals, niederschlagen. Im Jahr 2014 gehen wir gemäß unseren Prognosen von einem neuen Höchstwert von 15,4 % aus. Im Branchenvergleich stellt diese Größenordnung einen Wert im absoluten Spitzenfeld dar.



Quelle: Berechnungen GBC

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 2013 und 2014 in Phase 1 (siehe Seiten 11-12), erfolgt von 2015 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 19,8 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 31,0 % 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 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 1,37.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,54 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,28 %.

Modellergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,28 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2013 entspricht als **Kursziel 31,50 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 28,00 € um rund +7 % nach oben hin angepasst.

Ludwig Beck AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Wachstum Gesamtleistung	2,0%	ewiges Wachstum Gesamtleistung	2,0%
EBITDA-Marge	19,8%	ewige EBITA - Marge	16,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,5%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Gesamtleistung (GL)	90,20	93,62	95,51	97,44	99,41	101,42	103,47	105,56	
GL Veränderung	4,0%	3,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
GL zu operativen Anlagevermögen	0,98	1,02	1,03	1,04	1,06	1,07	1,08	1,10	
EBITDA	17,25	18,50	18,86	19,24	19,63	20,03	20,43	20,85	
EBITDA-Marge	19,1%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	
EBITA	14,25	15,25	15,61	15,96	16,33	16,70	17,08	17,47	
EBITA-Marge	15,8%	16,3%	16,3%	16,4%	16,4%	16,5%	16,5%	16,6%	16,6%
Steuern auf EBITA	-4,42	-4,73	-4,84	-4,95	-5,06	-5,18	-5,30	-5,42	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	9,83	10,52	10,77	11,02	11,27	11,52	11,79	12,05	
Kapitalrendite	10,1%	10,8%	10,9%	11,1%	11,2%	11,4%	11,6%	11,7%	11,9%
Working Capital (WC)	5,73	6,55	6,69	6,82	6,96	7,10	7,24	7,39	
WC zur Gesamtleistung	6,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	0,27	-0,83	-0,13	-0,14	-0,14	-0,14	-0,14	-0,15	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	91,67	91,92	92,66	93,38	94,07	94,74	95,39	96,01	
AFA auf OAV	-3,00	-3,25	-3,25	-3,28	-3,31	-3,33	-3,35	-3,38	
AFA zu OAV	3,3%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Investitionen in OAV	-3,00	-3,50	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investiertes Kapital	97,39	98,47	99,35	100,20	101,03	101,84	102,63	103,40	
EBITDA	17,25	18,50	18,86	19,24	19,63	20,03	20,43	20,85	
Steuern auf EBITA	-4,42	-4,73	-4,84	-4,95	-5,06	-5,18	-5,30	-5,42	
Investitionen gesamt	-2,73	-4,33	-4,13	-4,14	-4,13	-4,14	-4,15	-4,14	
Investitionen in OAV	-3,00	-3,50	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investitionen in WC	0,27	-0,83	-0,13	-0,14	-0,14	-0,14	-0,14	-0,15	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	10,10	9,44	9,89	10,16	10,44	10,71	10,99	11,29	162,87

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	146,57	149,26
Barwert expliziter FCFs	53,24	48,21
Barwert des Continuing Value	93,33	101,05
Nettoschulden (Net debt)	30,18	24,52
Wert des Eigenkapitals	116,39	124,75
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	116,39	124,75
Ausstehende Aktien in Mio.	3,695	3,695
Fairer Wert der Aktie in EUR	31,50	33,76

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	28,7%
WACC	8,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	7,8%	8,0%	8,3%	8,5%	8,8%
11,4%	33,16	31,62	30,22	28,94	27,75
11,6%	33,87	32,30	30,86	29,54	28,32
11,9%	34,59	32,98	31,50	30,14	28,89
12,1%	35,31	33,65	32,14	30,75	29,47
12,4%	36,02	34,33	32,78	31,35	30,04

Fazit

Starke Umsatz- und Ergebnisentwicklung in 2012 - Online-Shop als Wachstumsfaktor - Margentrend positiv - Kursziel auf 31,50 € angehoben - Rating: KAUFEN

Das abgelaufene GJ 2012 war für die Ludwig Beck AG erneut sehr erfolgreich. Zwar lagen die Brutto-Umsatzerlöse mit 103,16 Mio. € leicht unterhalb des Vorjahresniveaus, jedoch sind dabei die Veräußerungen der Filialen in Augsburg im Frühjahr 2011 sowie im Olympiaeinkaufszentrum München zum Halbjahr 2012 zu berücksichtigen, die entsprechend im Vorjahr noch volle Umsatzbeiträge generierten. Bereinigt um diesen Effekt wird die Wachstumsstärke des Unternehmens deutlich, wonach ein filialbereinigter Zuwachs um 2,6 % erreicht wurde. Einmal mehr konnte sich die Ludwig Beck AG damit im schwierigen Marktumfeld behaupten und entgegen dem Markttrend ein Wachstum generieren. Der deutsche Textileinzelhandel musste im Gegensatz dazu einen Rückgang um 2 % verbuchen.

Vor dem Hintergrund der guten Umsatzentwicklung erreichte die Ludwig Beck AG auf Ergebnisebene neue Rekordwerte. So konnte das EBIT mit 13,86 Mio. € gegenüber dem Vorjahr nochmals um 7,8 % verbessert werden. Die EBIT-Marge erreichte mit 16,0 % ebenfalls einen neuen Höchstwert in der Unternehmenshistorie. Die unternehmenseigenen Prognosen, die von einem EBT von 10-12 Mio. € ausgingen, konnten mit einem erreichten EBT von 12,06 Mio. € sogar übertroffen werden.

Die starken Ergebnisse wurden trotz der Tatsache erreicht, dass Anlaufkosten für den im Dezember online gegangenen Online-Shop für Kosmetikprodukte in Höhe von 0,6 Mio. € vorübergehend belasteten. Vor diesem Hintergrund ist das erreichte Ergebnis nochmals deutlich stärker einzuschätzen, denn bereinigt um die Anlaufkosten wäre die EBIT-Marge mit 16,7 % entsprechend stärker ausfallen. Mit der Eröffnung des Online-Shops spiegelt die Ludwig Beck das erfolgreiche Produktsortiment der HAUTNAH Kosmetikabteilung auf das Online-Geschäft und ermöglicht so den Zugang zu den über 6.000 hochwertigen Produkten von über 70 Marken auch außerhalb des Stammhauses. Ein vergleichbares Sortiment ist derzeit in Deutschland nicht verfügbar, womit Ludwig Beck seine Positionierung, entsprechend der gelebten Trading-up-Strategie, einmal mehr festigt.

Wir erwarten, dass der Online-Shop einer der wesentlichen Wachstumstreiber in den kommenden Jahren sein wird. Die Wachstumsprognose des Managements von 4-6 % für 2013 dürfte daher bereits mit gut 1,5 Mio. € durch den Online-Kosmetikshop getragen werden. Aber auch im textilen Bereich gehen wir davon aus, dass sich die Ludwig Beck AG einmal mehr unabhängig vom deutschen Textileinzelhandel stark entwickeln wird.

So erwarten wir, dass die Ludwig Beck AG im GJ 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 107,34 Mio. € erwirtschaften wird, was einem Wachstum um 4,0 % entspricht. Das EBIT sollte zudem auf 14,25 Mio. € zulegen. Die EBIT-Marge erwarten wir mit 15,8 % leicht unterhalb des Vorjahresniveaus, was auf erhöhte Personalkosten sowie weiterhin Anlaufkosten für den Online-Shop, wenngleich deutlich niedriger als in 2012, zurückzuführen ist. Ab 2014 sollte die Ertragsstärke des Online-Shops dann auch zunehmend im EBIT sichtbar werden und zu einer Steigerung auf 15,25 Mio. bzw. 16,3 % in Relation zum Umsatz führen.

Die EBT-Prognose des Managements von 11-13 Mio. € erwarten wir für 2013 am oberen Ende der Spanne, bei 12,50 Mio. €.

Die Ludwig Beck AG kann sich auf Grund ihrer starken Positionierung nicht nur dem allgemeinen, schwachen Markttrend entziehen, sondern erschließt gleichzeitig neue Wachstumspotenziale. Angesichts der guten Aussichten auch auf die kommenden Jahre haben wir unsere Kursziel von 28,50 € auf nunmehr 31,50 € angehoben, woraus sich für 2013 ein Kurspotenzial von 12,5 % ergibt. Unterstützt wird die positive Einschätzung zudem durch die stetig hohen Kapitalrenditen, operativen Cashflows sowie die steigenden Dividendenausschüttungen des Unternehmens. Das Rating passen wir daher von HALTEN auf nunmehr KAUFEN nach oben an.

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

§ 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. Aktienplits, 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/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), 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