



## **Researchstudie (Anno)**

**Ludwig Beck AG**



**Marktwachstum in 2013 erneut übertroffen**  
-  
**Online-Shop birgt hohes Wachstumspotenzial**

**Kursziel: 34,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19



## Ludwig Beck AG\*<sup>5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 34,00**

Aktueller Kurs: 29,05  
26.3.2014 / ETR  
Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005199905  
WKN: 519990  
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,368  
Marketcap<sup>3</sup>: 107,34  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 139,98  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 20,10 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Designated Sponsor:  
LANG & SCHWARZ

**Analysten:**

Felix Gode  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

**Unternehmensprofil**

Branche: Konsum

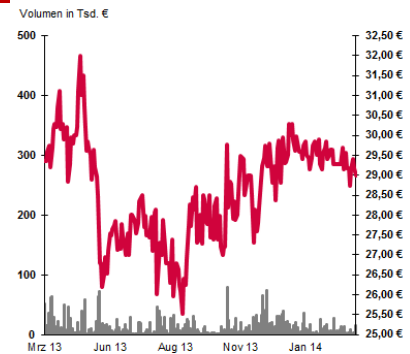
Fokus: Damenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 463

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 der stationäre Handel durch eine e-commerce-Plattform ergänzt worden, über welche auch Kosmetik- und Beautyartikel 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 %.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatzerlöse (brutto)	103,16	102,14	107,00	113,42
EBITDA	16,80	15,08	15,55	17,50
EBIT	13,86	12,33	12,55	14,00
Jahresüberschuss	8,56	7,39	7,76	8,76

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	2,32	2,00	2,10	2,37
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,50	0,55

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,39	1,37	1,31	1,23
EV/EBITDA	8,56	9,29	9,00	8,00
EV/EBIT	10,38	11,35	11,15	10,00
KGV	12,54	14,53	13,83	12,25
KBV		1,67		

Finanztermine	
23.04.2014:	Veröffentlichung Q1-Bericht
08.05.2014:	Hauptversammlung
17.07.2014:	Veröffentlichung HJ-Bericht
21.10.2014:	Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:	
Datum:	Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
18.10.2013:	RS / 30,00 / HALTEN
24.07.2013:	RS / 30,00 / HALTEN
17.07.2013:	RG / 31,50 / KAUFEN
18.04.2013:	RS / 31,50 / HALTEN
20.03.2013:	RS / 31,50 / KAUFEN
** oben aufgeführte Researchstudien können unter <a href="http://www.gbc-ag.de">www.gbc-ag.de</a> eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden	

## EXECUTIVE SUMMARY

- Einmal mehr war der deutsche Textileinzelhandel im GJ 2013 durch ungünstige Wetterbedingungen geprägt, was der Branche um 2 % rückläufige Umsätze bescherte. Die Ludwig Beck AG hingegen konnte sich, wie bereits in den Vorjahren, diesem Trend entziehen und eine flächenbereinigte Umsatzsteigerung um 0,6 % erzielen.
- Ein wesentlicher Umsatztreiber war dabei bereits der Online-Shop für Beauty- und Kosmetikprodukte, der im ersten vollen Geschäftsjahr bereits einen Umsatz in Höhe von 1,0-1,5 Mio. € beisteuerte.
- Gestiegene Personalaufwendungen im Zuge von Lohnerhöhungen sowie erhöhte Marketingaufwendungen für den Online-Shop führten zu einem gegenüber dem Vorjahr um 11,0 % reduzierten EBIT. Dabei ist festzuhalten, dass die EBIT-Marge mit 14,4 % nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau lag und die Ergebniseffekte vor allem nur vorübergehender Natur sein dürften.
- Im Zuge der laufenden Flächenerweiterung im Untergeschoss und der zunehmenden Etablierung des Online-Shops, ist für die GJ 2014 und 2015 von deutlichen Zuwächsen bei den Umsatzerlösen auszugehen. Während wir für 2014 ein Wachstum um 4,8 % erwarten, gehen wir für 2015 sogar von 6,0 % aus.
- Dies wird unseres Erachtens Skaleneffekte nach sich ziehen, die sich positiv auf die Rentabilität auswirken werden. Während in 2014 nochmals erhöhte Kosten im Zuge von verlängerten Ladenöffnungszeiten und Anlaufverlusten für den Online-Shop anfallen werden, erwarten wir für 2015 deutliche Ergebnisverbesserungen.
- Ungeachtet temporärer Ergebniseffekte sehen wir die Ludwig Beck auf einem guten Weg das Wachstumstempo in den kommenden Jahren noch einmal zu beschleunigen. Eine besondere Rolle wird dabei der Online-Shop spielen. Gleichzeitig bewegt sich das Unternehmen auf einem sehr hohen Rentabilitätsniveau, auch in vermeintlich ergebnisschwächeren Jahren.
- **Im Zuge der verbesserten Aussichten auf das GJ 2014, insbesondere aber das GJ 2015, haben wir unser Kursziel für die Aktie der Ludwig Beck AG von zuvor 30,00 € auf nunmehr 34,00 € angehoben. Das Rating haben wir gleichzeitig von HALTEN auf KAUFEN erhöht.**
- **Angesichts eines KBV von 1,7 und einem 2015er KGV von 12,3 ist die Aktie der Ludwig Beck AG unseres Erachtens moderat bewertet und bietet weiteres Aufwärtspotenzial. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der hohen Rentabilität, Cashflow-Stärke und der guten bilanziellen Relationen zu sehen. Zudem verfolgt die Ludwig Beck AG eine kontinuierliche Dividendenpolitik.**

## INHALTSVERZEICHNIS

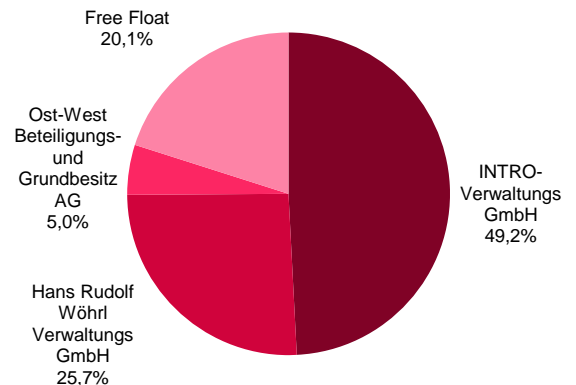
<b>Executive Summary .....</b>	<b>3</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>5</b>
Aktionärsstruktur .....	5
Konsolidierungskreis .....	5
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>6</b>
Der deutsche Textileinzelhandel .....	6
Der deutsche Online-Handel .....	6
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2013 .....	9
Differenzanalyse .....	9
Umsatzentwicklung .....	9
Ergebnisentwicklung .....	10
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	12
SWOT-Analyse .....	13
Prognose und Modellannahmen .....	14
Umsatzprognosen .....	14
Ergebnisprognosen .....	15
<b>Bewertung .....</b>	<b>16</b>
Modellannahmen .....	16
Bestimmung der Kapitalkosten .....	16
Bewertungsergebnis .....	16
<b>DCF-Modell .....</b>	<b>17</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>19</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

INTRO-Verwaltungs GmbH	49,2%
Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH	25,7%
Ost-West Beteiligungs- und Grundbesitz AG	5,0%
Free Float	20,1%
Summe	100,0 %

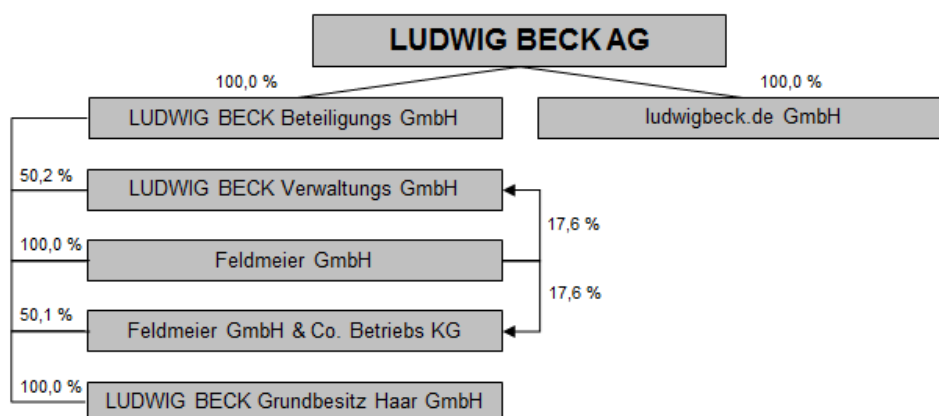
Quelle: Ludwig Beck, GBC



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.

### Konsolidierungskreis

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

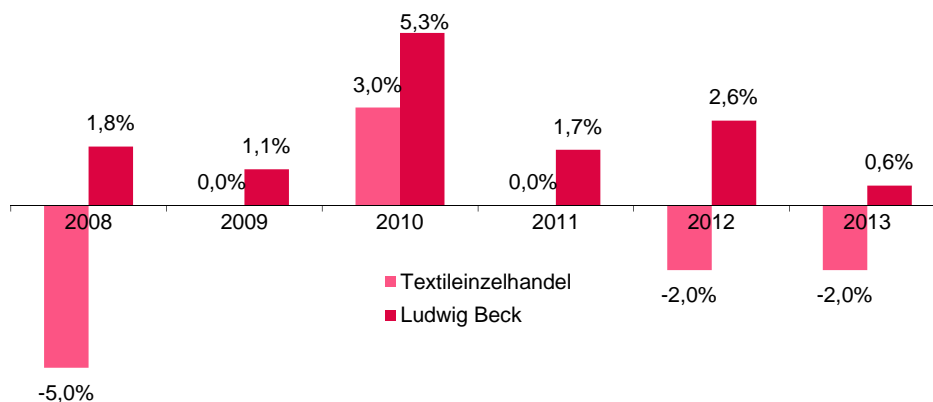
## MARKT UND MARKTUMFELD

### Der deutsche Textileinzelhandel

Für den deutschen Textileinzelhandel war 2013 ein schwieriges Jahr. Geprägt von einem langen und kalten Winter, einem nasskalten Frühjahr und besonders warmen Sommer, deckten sich die angebotenen Saisonsortimente nur selten mit den vorherrschenden Wetterbedingungen. Dies war ein wesentlicher Faktor, der dazu führte, dass sich die Konsumlaune der Deutschen nicht im stationären Textileinzelhandel widerspiegelte. Daher musste die Branche im Jahr 2013 einen Umsatzrückgang um 2 % hinnehmen. Damit konnte die Branche im dritten Jahr in Folge kein Wachstum aufweisen.

Umso erfreulicher ist es, dass die Ludwig Beck AG auch im GJ 2013 einen flächenbereinigten Umsatzzuwachs um 0,6 % erreicht hat. Damit hat das Unternehmen einmal mehr bewiesen, dass es durch seine einzigartige Positionierung eine Abkopplung von der allgemeinen Marktentwicklung erreicht. Auch in den vergangenen Jahren wies die Ludwig Beck AG stets steigende, flächenbereinigte Umsatzerlöse aus, wenngleich sich die Textileinzelhandelsbranche meist verhalten entwickelte. Damit wird auch ersichtlich, dass die Ludwig Beck AG in jedem Jahr seit 2008 ein zum Gesamtmarkt überproportionales Wachstum aufwies. Neben der hervorragenden Lage am Münchner Marienplatz, der einer der besten Einzelhandelsstandorte der Welt ist, spielt für diese nachhaltig erfolgreiche Entwicklung vor allem auch das einzigartige Sortiment eine tragende Rolle, das in dieser Zusammenstellung kein zweites Mal zu finden ist.

### Umsatzveränderung deutscher Textileinzelhandel und Ludwig Beck AG



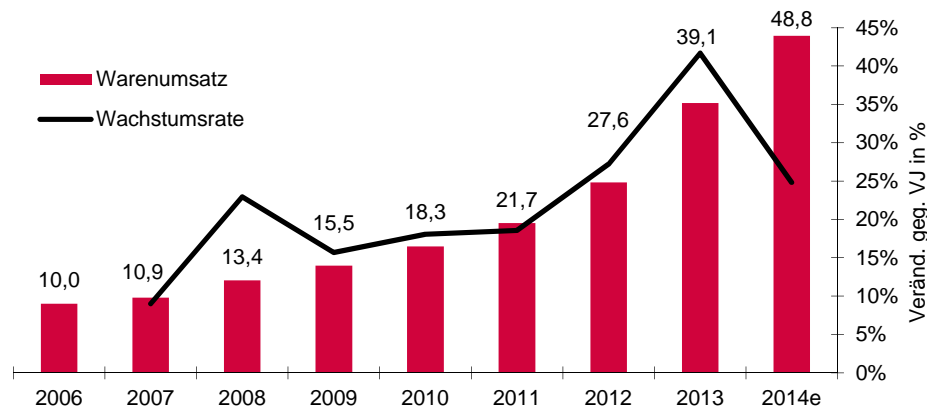
Quelle: TW-Testclub, Ludwig Beck, GBC; Darstellung der filialbereinigten Wachstumsraten

### Der deutsche Online-Handel

Etwas anders war die Situation im Online-Handel gelagert. Dieser konnte insgesamt erneut Rekordwerte aufweisen. Mit einem Wachstum um 41,7 % legten die Umsatzerlöse mit Waren im deutschen E-Commerce deutlich auf 39,1 Mrd. € zu. Auch der Modehandel erlebte online im Gegensatz zum stationären Handel Zuwächse. Laut Schätzungen des GfK-Textilpanels lag dieser bei rund 5 %. Dies macht auch die zunehmende Bedeutung des Onlinehandels für Mode deutlich, die dem stationären Handel Marktanteile abnimmt.

Dieser Trend wird sich voraussichtlich auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Zumindest ist im Bereich Onlinehandel insgesamt von weiterhin zweistelligen Wachstumsraten auszugehen. Gemäß den Schätzungen des Bundesverband des Deutschen Versandhandels (bvh) soll das Umsatzvolumen in 2014 um weitere 25 % auf 48,8 Mrd. € ansteigen.

### Umsatz im deutschen E-Commerce (nur Waren), in Mrd. €



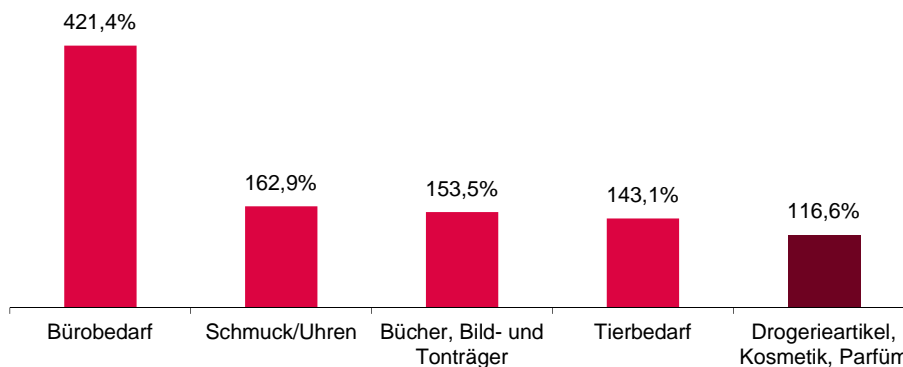
Quelle: Bundesverband des Deutschen Versandhandels e.V. (bvh)

Um von diesem Wachstum ebenfalls zu profitieren, hat die Ludwig Beck AG Ende 2012 einen Online-Shop für exklusive Beauty- und Kosmetikprodukte eröffnet, in welchem das Sortiment von LUDWIG BECK HAUTNAH, der Kosmetikdependance, nun auch online angeboten wird. Dass dieser Schritt richtig war, zeigt sich bereits jetzt schon in der Entwicklung des Shops. Bereits im ersten vollen Jahr erlöste der Shop Umsatzerlöse zwischen 1,0 - 1,5 Mio. € und erfüllte damit die Erwartungen auf ganzer Linie. Damit trug das Online-Geschäft auch bereits maßgeblich zur überdurchschnittlichen Umsatzentwicklung bei.

Mit der Entscheidung die Kosmetikprodukte online zu vertreiben, lag das Management der Ludwig Beck AG unseres Erachtens richtig, zumal der Online-Shop strategisch kongruent zur gesamten Unternehmensausrichtung ein einmaliges Sortiment anbietet, das eine klare Differenzierung von bestehenden Angeboten bietet.

Hinzu kommt, dass Kosmetikartikel und Parfüm auch in 2013 zu den wachstumsstärksten Warengruppen im Online-Handel zählten. Bereits im Vorjahr verzeichnete diese Warengruppe ein hohes Wachstum. 2013 konnte dieses mit einem Zuwachs um 116,6 % sogar noch einmal übertroffen werden. Vor diesem Hintergrund ist die Ausrichtung auf Kosmetikprodukte auch aus marktstrategischer Sicht eine zukunftsfähige Entscheidung, die ein schnelles Wachstum und einen schnellen Break-even in den kommenden Jahren ermöglichen sollte.

### Die 5 wachstumsstärksten Warengruppen im E-Commerce 2013



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



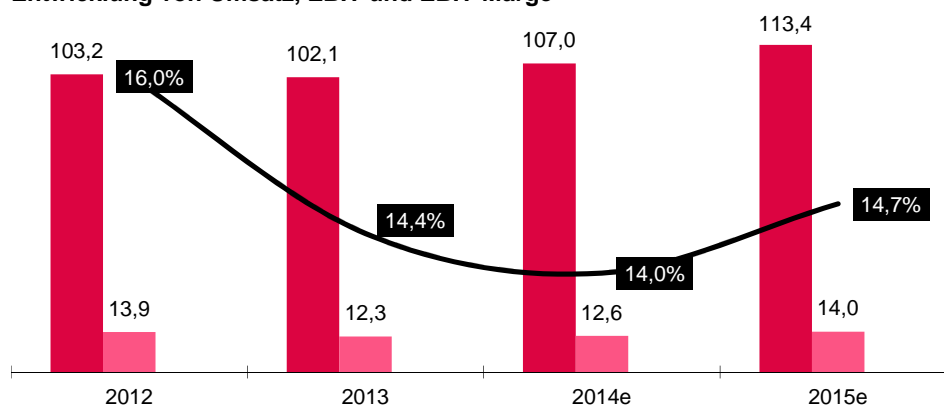
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e	
<b>Umsatz (brutto)</b>	<b>103,16</b>	<b>118,99%</b>	<b>102,14</b>	<b>118,98%</b>	<b>107,00</b>	<b>119,00%</b>	<b>113,42</b>	<b>119,00%</b>
Mehrwertsteuer	-16,46	-18,99%	-16,30	-18,98%	-17,08	-19,00%	-18,11	-19,00%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>86,70</b>	<b>100,00%</b>	<b>85,84</b>	<b>100,00%</b>	<b>89,92</b>	<b>100,00%</b>	<b>95,31</b>	<b>100,00%</b>
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,10	0,12%	0,14	0,16%	0,10	0,11%	0,10	0,10%
Materialaufwand	-42,87	-49,45%	-42,40	-49,39%	-44,37	-49,35%	-46,94	-49,25%
<b>Rohhertrag</b>	<b>43,93</b>	<b>50,67%</b>	<b>43,58</b>	<b>50,77%</b>	<b>45,64</b>	<b>50,76%</b>	<b>48,47</b>	<b>50,85%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	3,53	4,07%	3,35	3,91%	3,25	3,61%	3,10	3,25%
Personalaufwand	-16,35	-18,86%	-17,01	-19,82%	-17,86	-19,87%	-18,31	-19,21%
Abschreibungen	-2,94	-3,39%	-2,74	-3,20%	-3,00	-3,34%	-3,50	-3,67%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,31	-16,50%	-14,85	-17,29%	-15,48	-17,22%	-15,76	-16,54%
<b>EBIT</b>	<b>13,86</b>	<b>15,99%</b>	<b>12,33</b>	<b>14,37%</b>	<b>12,55</b>	<b>13,96%</b>	<b>14,00</b>	<b>14,69%</b>
Finanzergebnis	-1,80	-2,08%	-1,53	-1,78%	-1,30	-1,45%	-1,30	-1,36%
<b>EBT</b>	<b>12,06</b>	<b>13,91%</b>	<b>10,81</b>	<b>12,59%</b>	<b>11,25</b>	<b>12,51%</b>	<b>12,70</b>	<b>13,33%</b>
Steuern	-3,50	-4,03%	-3,42	-3,98%	-3,49	-3,88%	-3,94	-4,13%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>8,56</b>	<b>9,59%</b>	<b>7,39</b>	<b>8,61%</b>	<b>7,76</b>	<b>8,63%</b>	<b>8,76</b>	<b>9,19%</b>
EBITDA	16,80		15,08		15,55		17,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	19,4%		17,6%		17,3%		18,4%	
EBIT	13,86		12,33		12,55		14,00	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	16,0%		14,4%		14,0%		14,7%	
Ergebnis je Aktie in €	2,32		2,00		2,10		2,37	
Dividende je Aktie in €	0,50		0,50		0,50		0,55	
Aktienzahl in Mio. Stück	3,695		3,695		3,695		3,695	

Quelle: Ludwig Beck, Berechnungen GBC

### Entwicklung von Umsatz, EBIT und EBIT-Marge



Quelle: Ludwig Beck, Berechnungen GBC

## Geschäftsentwicklung 2013

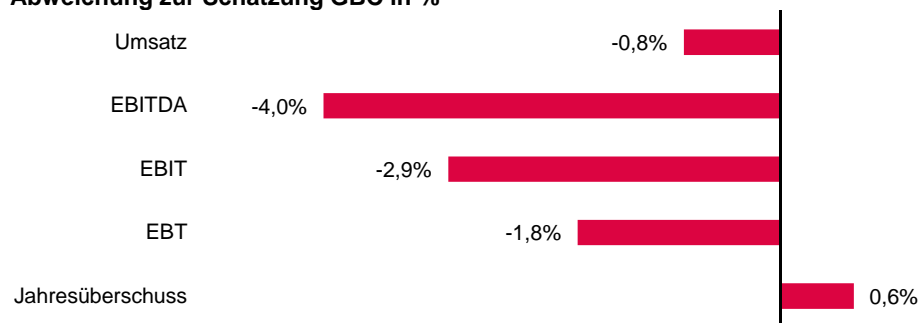
GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	GJ 2013e GBC
Umsatzerlöse (brutto)	103,16	-1,0%	102,14	103,00
EBITDA	16,80	-10,3%	15,08	15,70
EBITDA-Marge	19,4%	-2,2 Pp.	17,6%	15,2 %
EBIT	13,86	-11,0%	12,33	12,70
EBIT-Marge	16,0%	-1,6 Pp.	14,4%	14,7%
Jahresüberschuss	8,56	-13,7%	7,39	7,34
EPS in €	2,32	-13,7%	2,00	1,99

Quelle: Ludwig Beck, GBC

### Differenzanalyse

Mit den vorgelegten Zahlen bestätigte die Ludwig Beck AG das hohe Rentabilitätsniveau der Vorjahre, das auch gehalten werden kann, wenn sich die Marktentwicklung unvorteilhaft darstellt. Insbesondere vor diesem Hintergrund schätzen wir die vorgelegten Zahlen für das GJ 2013 als sehr zufriedenstellend ein. Wie aus der untenstehenden Grafik zu entnehmen ist, weichen die vorgelegten Kenngrößen nur geringfügig von unseren Schätzungen ab. Auf Basis des Jahresüberschusses wurden unsere Erwartungen sogar übertroffen.

### Abweichung zur Schätzung GBC in %



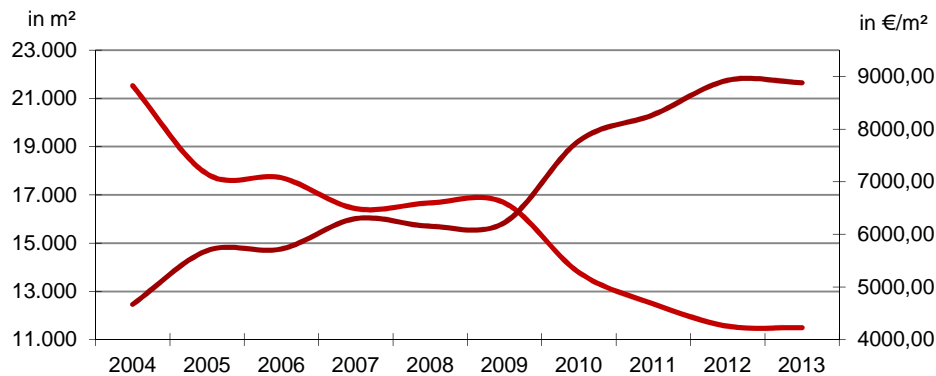
Quelle: Berechnung GBC

### Umsatzentwicklung

Flächenunbereinigt war im GJ 2013 ein Umsatzrückgang um 1,0 % zu verzeichnen. Im Vorjahr waren jedoch noch die Umsatzerlöse der inzwischen veräußerten ESPRIT-Filiale im Olympiaeinkaufszentrum enthalten. Bereinigt um diesen Effekt lag das flächenbereinigte Wachstum bei 0,6 % und damit abermals über der Marktentwicklung.

Die gute Entwicklung des Unternehmens zeigte sich auch einmal mehr in den Umsatzerlösen pro m<sup>2</sup>. Diese lagen mit knapp 9.000 €/m<sup>2</sup> auf einem ähnlich hohen Niveau wie im Vorjahr. Die Entwicklung dieser Kennzahl über die vergangenen Jahre verdeutlicht gut den vollzogenen Trading-up-Prozess, der nicht nur eine Konzentration der Verkaufsflächen, sondern auch eine stetige Sortimentsaufwertung beinhaltet. Im Resultat konnte die Flächeneffizienz, als eine der wichtigsten Messgrößen im Einzelhandel, immer weiter optimiert werden. Auch der durchschnittliche Umsatz pro Mitarbeiter konnte darüber hinaus im GJ 2013 um weitere 0,7 % auf 0,22 Mio. € gesteigert werden, was ebenfalls ein Indiz für die steigende Effizienz und gelebte Trading-up-Strategie ist.

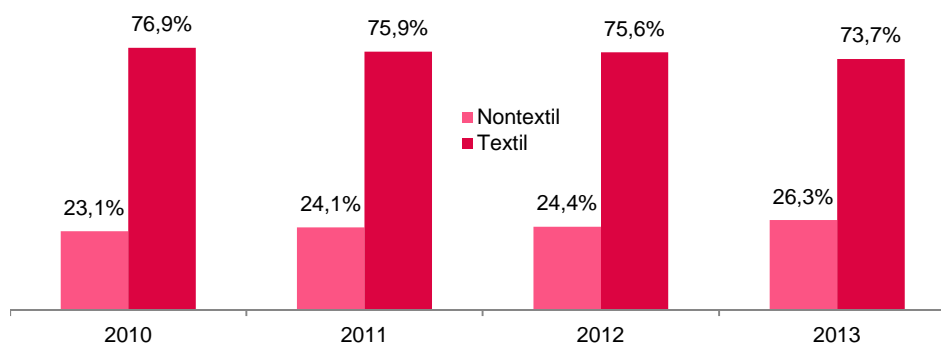
### Verkaufsfläche und Bruttoumsatz/m<sup>2</sup>



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Einen wesentlichen Beitrag zur überproportionalen Umsatzentwicklung hat im GJ 2013 bereits der Online-Shop geleistet. Dieser steuerte im ersten vollen Jahr Umsatzerlöse in einer Größenordnung von 1,0-1,5 Mio. € bei. Deutlich wird dies auch bei einer Betrachtung der Segmente, Textil und Nontextil. Insbesondere durch den Online-Shop erhöhte sich der Umsatzanteil des Segments Nontextil im GJ 2013 auf 26,3 %. Aber auch die im August 2013 neu eröffnete Abteilung für Kurzwaren und Wolle sollte ihren Anteil an dieser Tendenz gehabt haben. Immerhin wird hier das größte Sortiment für Handarbeiten in Deutschland angeboten.

### Umsatzverteilung Segmente Textil / Nontextil in %



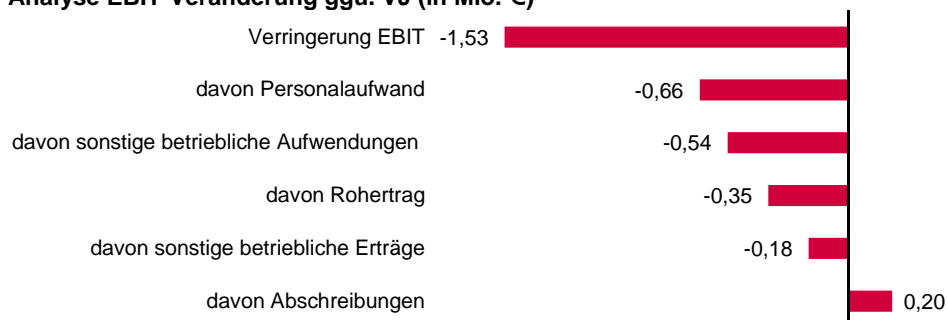
Quelle: Ludwig Beck, GBC

### Ergebnisentwicklung

Mit einer EBIT-Marge von 14,4 % lag die Rentabilität zwar leicht unterhalb des Vorjahresniveaus, dennoch ist zu konstatieren, dass EBIT-Margen in dieser Größenordnung in der Einzelhandelsbranche außergewöhnlich hoch sind. Absolut betrachtet, lag das EBIT mit 12,33 Mio. € um 1,53 Mio. € unter dem Wert des Vorjahres.

Dabei wirkten sich in erster Linie die Personalaufwendungen ergebnismindernd aus, da im ersten Halbjahr 2013 allen Mitarbeitern eine allgemeine Lohnerhöhung um 6,5 % gewährt wurde. Des Weiteren wirkten sich die erhöhten sonstigen betrieblichen Aufwendungen aus, die vor allem aus gestiegenen Vertriebskosten resultieren. Diese sind wiederum zum Großteil mit dem Online-Shop in Verbindung zu bringen. Wenngleich dieser bereits im ersten Jahr zufriedenstellende Umsatzerlöse erwirtschaftete, ist das Umsatzniveau noch nicht ausreichend, um einen positiven Ergebnisbeitrag zu leisten. Der negative Ergebnisbeitrag des Shops lag noch im sechsstelligen Bereich. Einen positiven EBIT-Beitrag leisteten die Abschreibungen, die auf Grund der moderaten Investitionstätigkeit in 2012 und 2013 um 0,20 Mio. € reduziert ausfielen.

### Analyse EBIT-Veränderung ggü. VJ (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Eine weitere Verbesserung konnte die Ludwig Beck AG auch beim Zinsergebnis erreichen. Hier wurde durch Umfinanzierungen der bestehenden Kreditverbindlichkeiten ein Rückgang von -1,80 Mio. € auf -1,53 Mio. € ermöglicht, mit einem entsprechenden Effekt auf das Vorsteuerergebnis. Hingegen fiel die effektive Steuerquote mit 31,6 % leicht über dem Vorjahr aus (2012: 29,0 %), so dass der Konzernjahresüberschuss mit 7,39 Mio. € rund 13,7 % unter dem Vorjahresniveau lag.

Insgesamt schätzen wir die Ergebnisse als zufriedenstellend ein. Vor dem Hintergrund der guten Positionierung für das Wachstum in den kommenden Jahren im Bereich Personal und durch den Online-Shop, sind die leichten Ergebnismrückgänge gut nachvollziehbar und sollten vor allem nur vorübergehender Natur sein.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

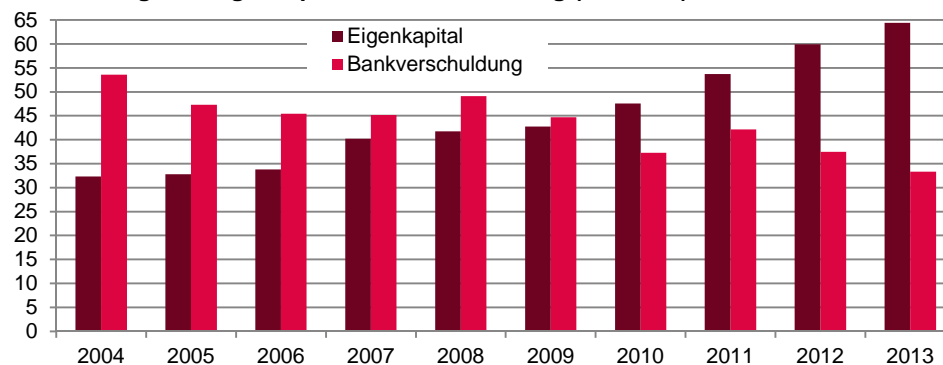
in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	53,74	59,67	64,39
EK-Quote (in %)	49,9 %	56,5 %	60,6 %
Finanzverbindlichkeiten	42,16	37,49	33,34
Liquide Mittel	3,94	0,99	0,70
Nettoverschuldung	38,22	36,50	32,64
Operatives Anlagevermögen	92,32	91,67	92,02
Working Capital	0,80	5,59	6,12

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Über die vergangenen Jahre hinweg hat die Ludwig Beck AG eine stetige Verbesserung der Bilanzrelationen erreicht. So konnte die Eigenkapitalquote von 28,7 % im Jahr 2004 auf inzwischen 60,6 % mehr als verdoppelt werden. Gleichzeitig hat das Unternehmen die Bankverschuldung seit 2004 um 38 % auf nunmehr 33,34 Mio. € reduziert. Allein im GJ 2013 konnte die Verschuldung um 4,15 Mio. € zurückgeführt werden.

Hintergrund dieser merklichen Verbesserungen über den Zeitverlauf sind insbesondere der wirtschaftliche Erfolg. Seit dem Jahr 2004 wies die Ludwig Beck AG einen durchschnittlichen CAPEX in Höhe von 3,30 Mio. € pro Jahr auf. Auf der anderen Seite lag der Free Cashflow in den Jahren 2004 bis 2013 bei durchschnittlich 3,50 Mio. € pro Jahr, was den Schuldenabbau entsprechend ermöglichte.

### Entwicklung von Eigenkapital und Verschuldung (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Während für 2014 auf Grund des Ausbaus des Untergeschosses und eine damit einhergehende Flächenerweiterung um insgesamt 600 m<sup>2</sup> mit vorübergehend höheren Investitionen von bis zu 7 Mio. € zu rechnen ist, sollte sich das durchschnittliche Investitionsvolumen auch in den kommenden Jahren moderat entwickeln und eine weitere Stärkung des Eigenkapitals sowie Reduktion der Nettoverschuldung ermöglichen. Die Investitionen in 2014 sollen aus dem laufenden Cashflow heraus finanziert werden. Zudem sollte die stabile Dividendenpolitik des Unternehmens auch in Zukunft fortgesetzt werden können.

Ungeachtet dessen ist unverändert festzustellen, dass hinsichtlich der Immobilie am Marienplatz maßgebliche stille Reserven in der Bilanz der Ludwig Beck AG verborgen sein sollten. Die Immobilie ist derzeit mit rund 70,9 Mio. € in der Bilanz angesetzt. Angesichts der Tatsache, dass der Marienplatz einer der attraktivsten Standorte weltweit ist, sollte der faire Wert der Immobilie deutlich über dem Bilanzansatz liegen.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Attraktiver Geschäftsstandort im Zentrum Münchens</li> <li>• Hoher Bekanntheitsgrad der Marke Ludwig Beck</li> <li>• Strategische Positionierung im exklusiven Damenmodesegment</li> <li>• Durch einzigartige Musik- und Kosmetikabteilung auch außerhalb des textilen Bereichs erfolgreich positioniert</li> <li>• Bilanzrelationen im Branchenvergleich überdurchschnittlich gut</li> <li>• Starker Wettbewerbsvorteil durch exklusives Markenangebot</li> <li>• Langfristige Standortsicherung durch zukünftig 100 %-iges Eigentum an der Immobilie am Marienplatz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asymmetrische Umsatzverteilung auf Grund eines saisonal bedingt besonders starken vierten Quartals (Saisonalität), „Weihnachtsgeschäft“</li> <li>• Flächenwachstumspotenzial am Standort Marienplatz nach Abschluss der Umbaumaßnahmen begrenzt</li> <li>• Auf Grund des geringen Streubesitzes von 20,1 % findet ein Handel in der Aktie nur in geringen Stückzahlen bzw. Volumina statt</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einstieg in den Onlinemarkt mit Kosmetikprodukten eröffnet neues Wachstumspotenzial, da der Online-Einzelhandel derzeit deutlich höhere Wachstumsraten erzielt als der stationäre Handel</li> <li>• 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</li> <li>• Diverse Auszeichnungen erhöhen den Markenwert Ludwig Beck weiter und sorgen für gesteigerte Aufmerksamkeit bei Herstellern und Kunden</li> <li>• Von einem anhaltend starken Konsumklima bzw. einer weiteren Verbesserung dieses sollte Ludwig Beck überproportional profitieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eine Erhöhung der Arbeitslosenquote und einer einhergehenden Konsumabschwächung könnte zu einem Nachfragerückgang seitens der Kunden führen</li> <li>• Wachsender Online-Handel im Bekleidungsbereich könnte den stationären Textileinzelhandel zunehmend Marktanteile streitig machen</li> <li>• Diversifikationsrisiken durch Konzentration des Kerngeschäfts auf einen Standort</li> <li>• Die Kaufkraft der Kunden wird stark von der Wetterlage beeinflusst. Längere Kälte-, Regen- oder Hitzeperioden wirken daher umsatzmindernd</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse (brutto)	102,14	107,00	113,42
EBITDA	15,08	15,55	17,50
EBITDA-Marge	17,6 %	17,3 %	18,4 %
EBIT	12,33	12,55	14,00
EBIT-Marge	14,4 %	14,0 %	14,7 %
Konzernjahresüberschuss	7,39	7,76	8,76
EPS in €	2,00	2,10	2,37

Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognosen

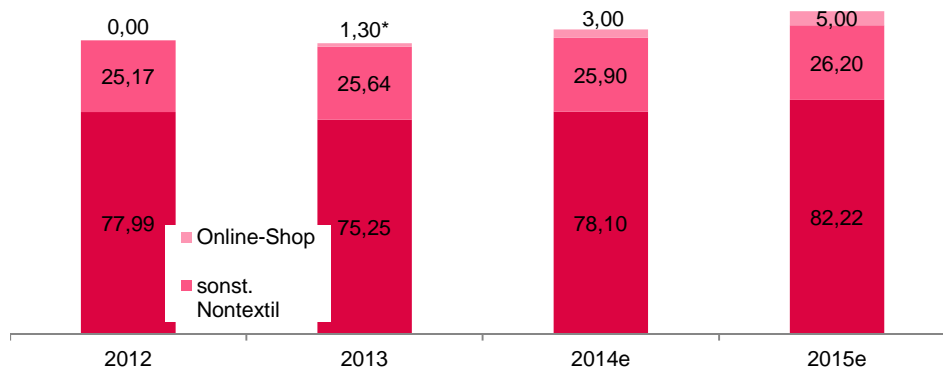
Der deutsche Textileinzelhandel ist im Vergleich zum Vorjahr gut ins Jahr 2014 gestartet. Während die Umsatzerlöse der Branche im Januar um 2 % zulegten, begünstigte das frühlingshafte Wetter im Februar sogar ein Wachstum um 5 %. Kumuliert ergab sich damit in den ersten zwei Monaten des Jahres ein Zuwachs von 3 % gegenüber dem Vorjahr. Auch im März setzte sich dieser Positivtrend fort, mit einem Umsatzplus von 18 % in der 11. Kalenderwoche.

Einer der wesentlichen Wachstumstreiber in den kommenden Jahren wird der Online-Shop für Kosmetik und Beautyprodukte sein, der im GJ 2013 1,0-1,5 Mio. € Umsatz erzielt haben sollte. Für das GJ 2014 rechnet der Vorstand der Ludwig Beck AG mit mindestens einer Verdopplung der Umsätze. Damit könnten diese bereits einen Beitrag von bis zu 3,0 Mio. € ausmachen. Bis zum Jahr 2016 geht das Management sogar davon aus, dass der Online-Shop einen Umsatzanteil von bis zu 6 % der Konzernumsätze ausmachen kann und der Break-even erreicht wird.

Aber auch im Segment Textil sind weitere Zuwächse zu erwarten. Dies ist nicht nur vor dem Hintergrund des guten Konsumklimas in Deutschland zu sehen, sondern auch hinsichtlich der Flächenerweiterung im Untergeschoss. Derzeit wird das gesamte Untergeschoss umgebaut und erweitert, was zu einer Flächenvergrößerung um 5 % führen wird. Ab Herbst sollen die Umbauarbeiten abgeschlossen sein, so dass hier bereits zum Weihnachtsgeschäft 2014 Umsatzerlöse generiert werden können. Wesentlich auf die Umsatzerlöse auswirken sollte sich diese Maßnahme jedoch dann im GJ 2015.

Ebenfalls positive Effekte auf das Umsatzwachstum, bereits ab dem GJ 2014, sollten die verlängerten Ladenöffnungszeiten haben. Seit Anfang 2014 öffnet das Stammhaus am Marienplatz bereits um 9:30 Uhr, anstatt bisher um 10:00 Uhr. Laut ersten Messungen wirkt sich diese Maßnahme umsatz erhöhend aus.

### Erwartete Umsatzverteilung (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC; \*Umsatz Online-Shop 2013 Schätzung GBC

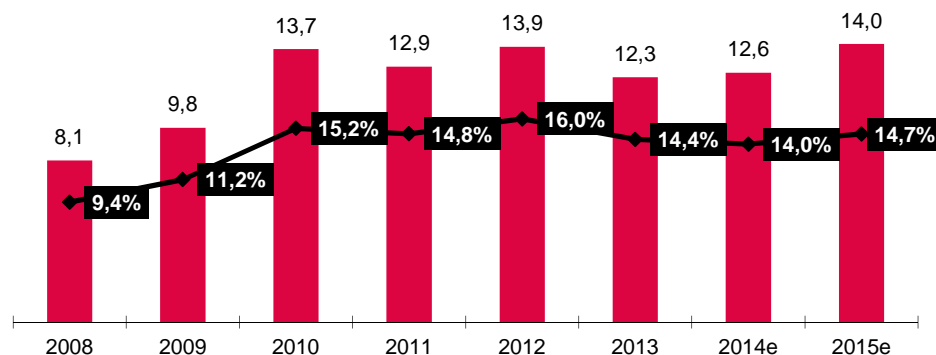
Insgesamt erwarten wir für das GJ 2014 Umsatzerlöse in Höhe von 107,00 Mio. €, was einem Zuwachs um 4,8 % entspricht. Für 2015 gehen wir dann sogar von einem Wachstum von 6,0 % auf 113,42 Mio. € aus. Insgesamt betrachtet, ist auf Grund der Erweiterung der Flächen im Tiefgeschoss sowie dem Online-Shop in den kommenden zwei bis drei Jahren von einer erhöhten Umsatzdynamik auszugehen.

### Ergebnisprognosen

Die vielversprechenden Umsatzerwartungen spiegeln sich im GJ 2014 voraussichtlich noch nicht eins zu eins im Ergebnis wider. Vielmehr ist nochmals von leichten Kostensteigerungen auszugehen. Zum einen ist dies auf einen erhöhten Personalaufwand im Zusammenhang mit den verlängerten Ladenöffnungszeiten zu sehen. Zum anderen wird der Online-Shop, trotz starken Wachstums auch im GJ 2014 noch einen negativen Ergebnisbeitrag leisten. Um das Umsatzniveau weiter zu festigen, werden voraussichtlich noch verstärkt Marketingaufwendungen geleistet werden. Insofern entsprechen wir auch den Erwartungen des Managements für das GJ 2014.

Dies wird sich jedoch in den Folgejahren positiv bemerkbar machen und sich schon in 2015 in steigenden Margen niederschlagen, da die Verluste dann zunehmend geringer ausfallen werden. Entsprechende Skaleneffekte sollten sich auf Konzernebene bereits im GJ 2015 bemerkbar machen, so dass wir eine EBIT-Marge von dann 14,7 % für gut erreichbar halten. In 2016 erwarten wir dann, auch dank eines positiven Ergebnisbeitrages des Online-Shops, dass die historisch erreichten EBIT-Margen von 16,0 % wieder erreicht oder sogar übertroffen werden können. Absolut betrachtet, erwarten wir bereits für das GJ 2015 einen neuen Rekordwert beim EBIT von 14,0 Mio. €.

### Entwicklung EBIT und EBIT-Marge



Quelle: Ludwig Beck, Berechnungen GBC

Auf Nettoebene wird sich zudem bereits ab dem GJ 2014 eine weitere Verbesserung einstellen. Durch die Ablösung eines Mezzanine-Darlehens in Höhe von rund 3,40 Mio. € in 2013, das mit rund 7 % verzinst war, sollten bereits im laufenden Jahr Zinsaufwendungen in Höhe von rund 0,25 Mio. € entfallen und sich entsprechend positiv auf das Finanzergebnis auswirken. In der Folge erwarten wir für das GJ 2014 trotz eines nur leicht höheren EBIT einen um 5,0 % erhöhten Konzernjahresüberschuss von 7,76 Mio. € bzw. ein EPS von 2,10 €. Im GJ 2015 sollte der Konzernjahresüberschuss dann auf 8,76 Mio. € bzw. ein EPS von 2,37 € klettern.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass die Ludwig Beck AG auch in den kommenden Jahren ihre hohe Rentabilität aufrecht halten wird, bzw. diese sogar nochmals steigert. Dies wird sich auch bei den Kapitalrenditen zeigen, welche ebenfalls das hohe Niveau der Vorjahre halten sollten. Auch bei den operativen Cashflows erwarten wir eine unveränderte Situation, welche eine Finanzierung der Investitionen aus Eigenmitteln sowie eine Fortsetzung der aktionärsfreundlichen und kontinuierlichen Dividendenpolitik ermöglicht.



## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die Ludwig Beck AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2021 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 19,0 % 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 %.

### Bewertungsergebnis

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 2015 entspricht als **Kursziel 34,00 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 30,00 € nach oben angepasst. Vor diesem Hintergrund heben wir das bisherige Rating HALTEN auf Rating KAUFEN an.

## DCF-MODELL

### Ludwig Beck AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	19,0%	ewige EBITA - Marge	15,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,7%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	8,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	89,92	95,31	97,22	99,16	101,14	103,17	105,23	107,34	
US Veränderung	4,7%	6,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,94	1,01	1,04	1,06	1,09	1,12	1,15	1,17	
EBITDA	15,55	17,50	18,47	18,84	19,22	19,60	19,99	20,39	
EBITDA-Marge	17,3%	18,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBITA	12,55	14,00	14,99	15,38	15,77	16,17	16,58	17,00	
EBITA-Marge	14,0%	14,7%	15,4%	15,5%	15,6%	15,7%	15,8%	15,8%	15,8%
Steuern auf EBITA	-3,89	-4,34	-4,65	-4,77	-4,89	-5,01	-5,14	-5,27	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	8,66	9,66	10,34	10,61	10,88	11,16	11,44	11,73	
Kapitalrendite	8,8%	9,4%	10,2%	10,5%	10,8%	11,1%	11,4%	11,7%	11,9%
Working Capital (WC)	6,89	7,74	7,78	7,93	8,09	8,25	8,42	8,59	
WC zu Umsatz	7,7%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Investitionen in WC	-0,77	-0,85	-0,04	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	95,68	94,08	93,60	93,14	92,69	92,26	91,85	91,45	
AFA auf OAV	-3,00	-3,50	-3,48	-3,46	-3,45	-3,43	-3,41	-3,40	
AFA zu OAV	3,1%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Investitionen in OAV	-6,66	-1,90	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	102,57	101,82	101,38	101,07	100,78	100,52	100,27	100,04	
EBITDA	15,55	17,50	18,47	18,84	19,22	19,60	19,99	20,39	
Steuern auf EBITA	-3,89	-4,34	-4,65	-4,77	-4,89	-5,01	-5,14	-5,27	
Investitionen gesamt	-7,44	-2,75	-3,04	-3,16	-3,16	-3,16	-3,17	-3,17	
Investitionen in OAV	-6,66	-1,90	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	-0,77	-0,85	-0,04	-0,16	-0,16	-0,16	-0,17	-0,17	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,22	10,41	10,79	10,92	11,17	11,43	11,69	11,96	158,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	148,08	149,94
Barwert expliziter FCFs	57,32	51,66
Barwert des Continuing Value	90,76	98,28
Nettoschulden (Net debt)	31,57	24,30
Wert des Eigenkapitals	116,52	125,63
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	116,52	125,63
Ausstehende Aktien in Mio.	3,70	3,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	31,53	<b>34,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	4,3%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>8,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	7,7%	8,0%	8,3%	8,6%	8,9%
11,4%	36,28	34,38	32,66	31,11	29,71
11,7%	37,04	35,09	33,33	31,74	30,30
11,9%	37,81	35,80	<b>34,00</b>	32,37	30,89
12,2%	38,57	36,52	34,67	33,00	31,48
12,4%	39,33	37,23	35,34	33,63	32,07



## 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>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.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. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/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](mailto: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](mailto:compliance@gbc-ag.de)





**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)