



Researchstudie (Anno)

Ludwig Beck AG



2014 erneut Wachstum entgegen dem Markttrend

-

Dividende um 50 % erhöht

Kursziel: 33,00 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 16

Ludwig Beck AG*⁵

Rating: HALTEN
Kursziel: 33,00

Aktueller Kurs: 30,50
7.4.2015 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905
WKN: 519990
Börsenkürzel: ECK
Aktienanzahl³: 3,695
Marketcap³: 112,70
Enterprise Value³: 147,06³
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, CFA
gode@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 17

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

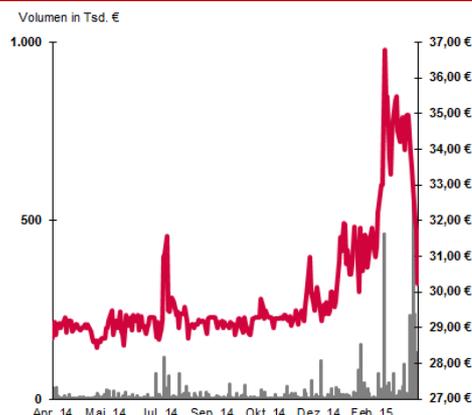
Fokus: Damenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 478

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 85,94 %.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatzerlöse (brutto)	102,14	102,69	106,07	109,20
EBITDA	15,08	13,42	13,08	14,23
EBIT	12,33	10,63	10,08	11,23
Jahresüberschuss	7,39	6,69	6,27	7,13

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	2,00	1,81	1,70	1,93
Dividende je Aktie	0,50	0,75	0,75	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,43	1,43	1,39	1,35
EV/EBITDA	9,69	10,96	11,24	10,33
EV/EBIT	11,84	13,83	14,59	13,09
KGV	15,26	16,85	17,97	15,81
KBV		1,68		

Finanztermine

23.04.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht
13.05.2015: Hauptversammlung
21.07.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht
20.10.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.12.2014: RG / 33,00 / KAUFEN
22.10.2014: RS / 33,00 / KAUFEN
29.07.2014: RG / 34,00 / KAUFEN
18.07.2014: RS / 34,00 / KAUFEN
24.04.2014: RS / 34,00 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Einmal mehr konnte sich die Ludwig Beck AG im GJ 2014 in einem schwierigen Marktumfeld behaupten. Während der deutsche Textileinzelhandel in 2014 einen erneuten Rückgang um 3 % hinnehmen musste, gelang Ludwig Beck ein Zuwachs bei den Umsatzerlösen um 0,5 %.
- Zum Wachstum beigetragen hat dabei insbesondere der Onlineshop für Beauty- und Kosmetikprodukte. Während das Segment Textil gegenüber dem Vorjahr unverändert blieb, legte das Non-Textil-Segment um 2,1 % zu. Wir rechnen damit, dass ein Großteil des Zuwachses auf das Onlinegeschäft zurückzuführen war.
- Auf Grund des Umbaus der Herrenabteilung im Tiefgeschoss war die Rohertragsmarge im GJ 2014 belastet. Hintergrund dessen ist ein Abverkauf der Ware im Vorfeld des Umbaus sowie die vollständige Schließung der Abteilung während des Umbaus über zwei Monate hinweg.
- Auch auf den weiteren Kostenebenen gab es verschiedene vorübergehende Einflüsse, jedoch auch einen positiven Sondereffekt in Höhe von 0,76 Mio. €. Per Saldo ergab sich für das GJ 2014 ein EBIT in Höhe von 10,63 Mio. € und damit 13,8 % weniger als im Vorjahr. Auf Grund eines weiter verbesserten Zinsergebnisses sowie leicht niedrigeren Steuerquote fiel der Rückgang des Jahresüberschusses um 9,4 % moderater aus.
- Sehr positiv ist die Entscheidung des Vorstandes einzuschätzen, den Dividendenvorschlag um 50 % auf 0,75 € je Aktie zu erhöhen, trotz des rückläufigen Ergebnisses. Dies werten wir als Bestätigung unserer Einschätzung, dass der Ergebnismrückgang in 2014 nur vorübergehender Natur sein sollte.
- Für das GJ 2015 rechnet der Vorstand der Ludwig Beck AG mit einem Umsatzanstieg in der Bandbreite von 2-4 %. Vor allem die neue, vergrößerte Herrenabteilung und der Onlineshop sollten dabei als Umsatztreiber dienen. Wir gehen davon aus, dass im GJ 2015 ein Wachstum um 3,3 % auf 106,07 Mio. € erreicht wird.
- Beim Ergebnis erwarten wir auf Grund des entfallenden positiven Sondereffekts aus der Versicherungsentschädigung in 2015 nochmals ein leicht rückläufiges EBIT von 10,08 Mio. €. Jedoch sollte bereits in 2016 dann wieder ein Rentabilitätsniveau erreicht werden, dass oberhalb der beiden vergangenen Jahre liegt.
- **Als eines der wenigen Unternehmen der Textileinzelhandelsbranche kann sich die Ludwig Beck AG immer wieder den schwachen Rahmenbedingungen der Branche entziehen. Zudem erwirtschaftet das Unternehmen zweistellige EBIT-Margen und starke operative Cashflows. Darüber hinaus wurden mit dem Onlineshop für Kosmetikprodukte frühzeitig neue Wachstumspotenziale erschlossen.**
- **Auf Basis unserer Neueinschätzung haben wir das Kursziel für die Aktien der Ludwig Beck AG mit 33,00 € unverändert belassen. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 30,50 € errechnet sich ein Kurspotenzial von rund 10 %, womit sich ein HALTEN-Rating ergibt.**

INHALTSVERZEICHNIS

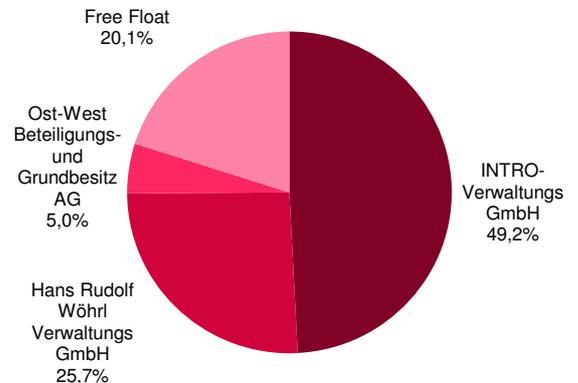
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markt und Marktumfeld	5
Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland	5
Unternehmensentwicklung & Prognose	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2014	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	14
Modellannahmen	14
Bestimmung der Kapitalkosten	14
Bewertungsergebnis	14
DCF-Modell	15
Anhang	16

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 %

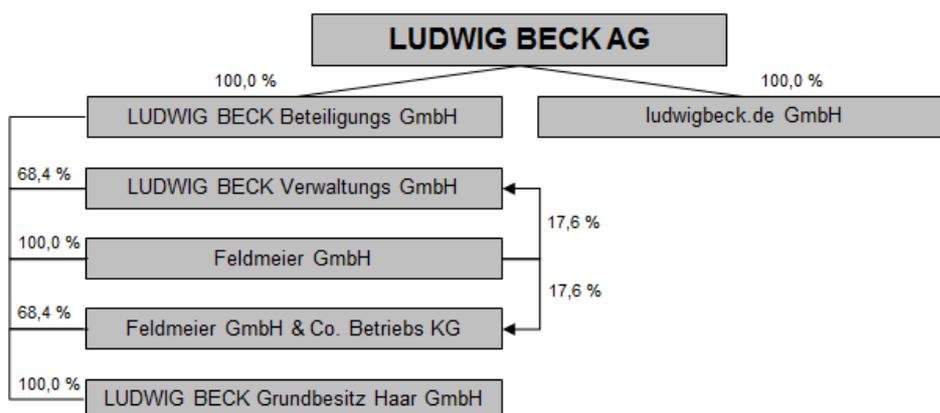
Quelle: Ludwig Beck, GBC



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 86 % an der Immobiliengesellschaft zuzurechnen. Zudem werden der Ludwig Beck AG über eine Nachlassregelung in Zukunft darüber hinaus auch die verbleibenden 14 % 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.



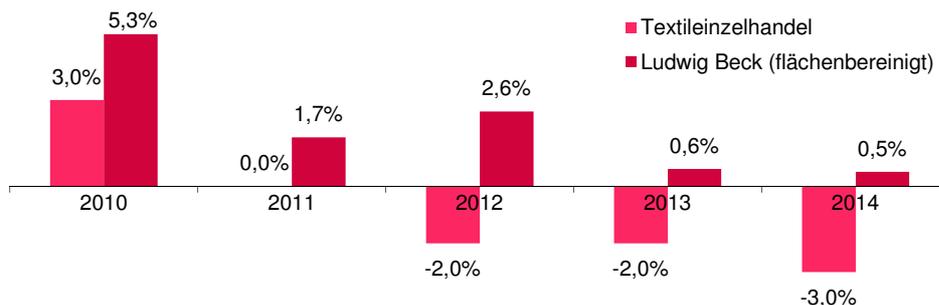
Quelle: Ludwig Beck, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland

Der stationäre Textileinzelhandel erlebt in Deutschland seit mehreren Jahren rückläufige Tendenzen. Wie in der untenstehenden Grafik ersichtlich, wurde 2010 zuletzt ein Zuwachs verzeichnet. In den letzten drei Jahren war der Markt sogar rückläufig und markierte in 2014 den stärksten Rückgang seit 2008.

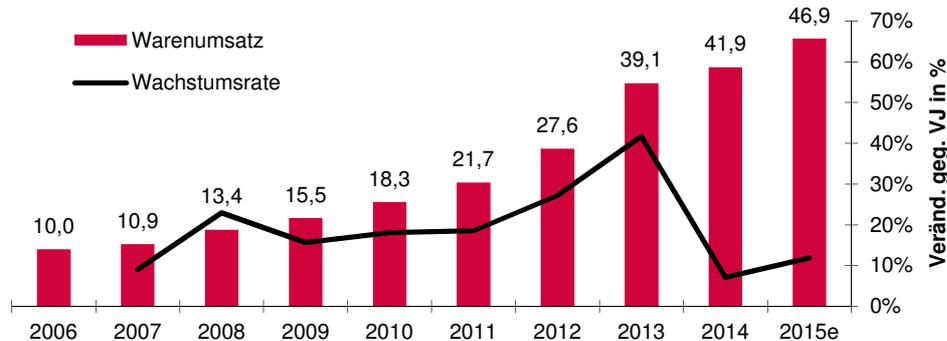
Umsatzveränderung deutscher Textileinzelhandel und Ludwig Beck AG



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

Während kurzfristige Schwankungen oftmals durch die Wetterlage und das davon beeinflusste Kaufverhalten der Kunden begründet werden können, liegen bei den langfristigen Trends andere Faktoren zu Grunde. So spielt der zunehmende Konsum über das Internet eine wesentliche Rolle. Bekleidung und Schuhe sind die absatzstärkste Warengruppe im e-Commerce, mit einem Volumen von 11,9 Mrd. € in 2014. Mit 12,8 % lag der Zuwachs in dieser Kategorie zudem über dem Wachstum des gesamten e-Commerce.

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



Quelle: Bundesverband E-Commerce und Versandhandel Deutschland e.V. (bevh)

Auch für das Jahr 2015 geht der Bundesverband E-Commerce und Versandhandel Deutschland e.V. (bevh) davon aus, dass der deutsche e-Commerce weiter wächst. Der Verband rechnet nach 7,2 % Wachstum in 2014 mit einer Belebung auf 11,9 % Zuwachs. Der Trend, dass der e-Commerce auch im Textilbereich weiter an Bedeutung gegenüber dem stationären Einzelhandel gewinnt, dürfte sich damit weiter fortsetzen.

Die Ludwig Beck AG konnte sich in den vergangenen Jahren stetig von der Gesamtmarktentwicklung abkoppeln und Umsatzsteigerungen aufweisen. Hierbei spielt neben der einzigartigen Lage am Münchner Marienplatz auch das hochwertige Sortiment eine entscheidende Rolle. Aber auch den Online-Trend hat Ludwig Beck nicht verpasst. Bereits heute entwickelt sich der Online-Shop für hochwertige Beauty- und Kosmetikprodukte sehr zufriedenstellend, womit das Unternehmen auch im digitalen Geschäft Fuß gefasst hat.

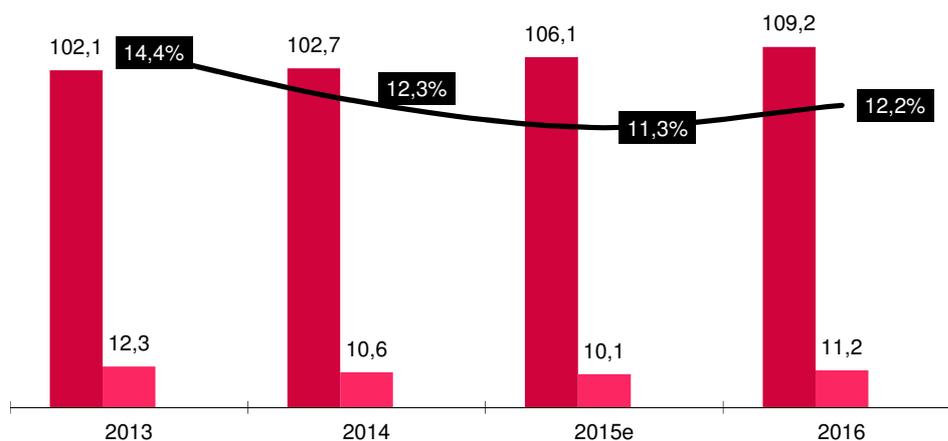
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013		GJ 2014		GJ 2015e		GJ 2016e	
Umsatz (brutto)	102,14	119,0%	102,69	119,0%	106,07	119,0%	109,20	119,0%
Mehrwertsteuer	-16,30	-19,0%	-16,38	-19,0%	-16,94	-19,0%	-17,44	-19,0%
Umsatz (netto)	85,84	100,0%	86,30	100,0%	89,13	100,0%	91,76	100,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,14	0,2%	0,21	0,2%	0,10	0,1%	0,10	0,1%
Materialaufwand	-42,40	-49,4%	-43,62	-50,5%	-45,01	-50,5%	-45,88	-50,0%
Rohertrag	43,58	50,8%	42,89	49,7%	44,22	49,6%	45,98	50,1%
Sonstige betriebliche Erträge	3,35	3,9%	3,78	4,4%	3,10	3,5%	3,10	3,4%
Personalaufwand	-17,01	-19,8%	-17,67	-20,5%	-18,20	-20,4%	-18,56	-20,2%
Abschreibungen	-2,74	-3,2%	-2,79	-3,2%	-3,00	-3,4%	-3,00	-3,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-14,85	-17,3%	-15,58	-18,1%	-16,04	-18,0%	-16,29	-17,8%
EBIT	12,33	14,4%	10,63	12,3%	10,08	11,3%	11,23	12,2%
Finanzergebnis	-1,53	-1,8%	-1,10	-1,3%	-1,00	-1,1%	-0,90	-1,0%
EBT	10,81	12,6%	9,53	11,0%	9,08	10,2%	10,33	11,3%
Steuern	-3,42	-4,0%	-2,83	-3,3%	-2,82	-3,2%	-3,20	-3,5%
Konzernjahresüberschuss	7,39	8,6%	6,69	7,8%	6,27	7,0%	7,13	7,8%
EBITDA	15,08		13,42		13,08		14,23	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	17,6%		15,6%		14,7%		15,5%	
EBIT	12,33		10,63		10,08		11,23	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	14,4%		12,3%		11,3%		12,2%	
Ergebnis je Aktie in €	2,00		1,81		1,70		1,93	
Dividende je Aktie in €	0,50		0,75		0,75		1,00	
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 2014

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014	GJ 2014e GBC
Umsatzerlöse (brutto)	102,14	+0,5%	102,69	104,18
EBITDA	15,08	-11,0%	13,42	13,80
EBITDA-Marge	17,6%	-2,0 Pp.	15,6%	15,8 %
EBIT	12,33	-13,8%	10,63	11,00
EBIT-Marge	14,4%	-2,1 Pp.	12,3%	12,6%
Jahresüberschuss	7,39	-9,4%	6,69	7,50
EPS in €	2,00	-9,4%	1,81	2,03

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzentwicklung

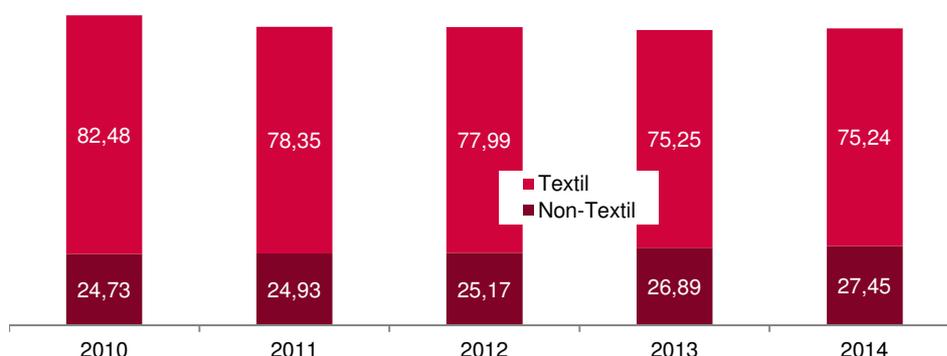
Mit einem Umsatzwachstum um 0,5 % auf 102,69 Mio. € konnte sich die Ludwig Beck AG erneut positiv gegenüber dem Markt behaupten und ein Wachstum ausweisen, wengleich der stationäre Textileinzelhandel seit Jahren rückläufige Umsätze aufweist.

Ein Blick auf die Segmentumsatzverteilung zeigt, dass in den vergangenen Jahren vor allem der Bereich Non-Textil zur guten Umsatzentwicklung im Vergleich zum Gesamtmarkt beigetragen hat. Das Segment-Textil war absolut betrachtet zwar rückläufig, was jedoch auf die Schließung von Filialen zurückzuführen war. Flächenbereinigt war jeweils ein Wachstum zu verzeichnen.

Der stagnierende Textilumsatz im Jahr 2014 ist unter anderem mit dem Umbau im Untergeschoss (Herrenabteilung) zu begründen. Hierfür wurde die Abteilung für 2 Monate vollständig geschlossen. Zuvor wurde dort ein Räumungsverkauf durchgeführt. Durch diese Gesamthematik war die Erlössituation belastet.

Das Wachstum in 2014 wurde insbesondere aus dem Onlineshop für Beauty- und Kosmetikartikel generiert. Dieser wurde Ende 2012 ins Leben gerufen und weist hohe zweistellige Zuwachsraten auf. Wir schätzen, dass der Umsatzbeitrag in 2014 bereits rund 2,25 Mio. € betrug und damit ausschlaggebend für den Umsatzzuwachs auf Konzernebene war.

Umsatzentwicklung der Segmente (in Mio. €)



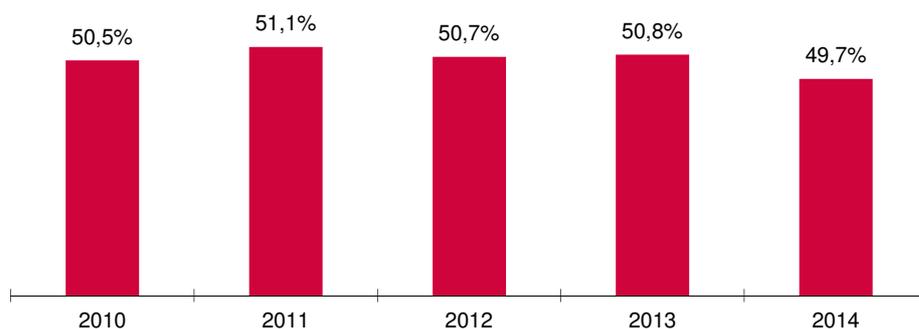
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Insgesamt schätzen wir die Umsatzentwicklung der Ludwig Beck AG in 2014 als zufriedenstellend ein, wengleich diese leicht unterhalb unserer Prognosen lag. Wichtig für die mittel- und langfristige Situation der Gesellschaft ist jedoch der Umstand, dass sich nachhaltig gegen den schwachen Markttrend behauptet werden kann. Mit dem Kosmetik-Onlineshop wurde zudem ein weiterer Wachstumsfaktor für die kommenden Jahre geschaffen.

Ergebnisentwicklung

Die Ergebnisentwicklung war im Jahr 2014 maßgeblich durch den Umbau der Herrenabteilung im Tiefgeschoss beeinflusst. Zum einen wurde vor dem Umbau ein vollständiger Räumungsverkauf durchgeführt und die Abteilung dann für den Umbau für 2 Monate vollständig geschlossen. Dies bedingte einen Rückgang in der Rohertragsmarge auf 49,7 %, nachdem in den Vorjahren stabile Niveaus oberhalb der 50 %-Marke erreicht wurden. Insofern lag auch der absolute Rohertrag trotz Umsatzsteigerung unterhalb des Vorjahres.

Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



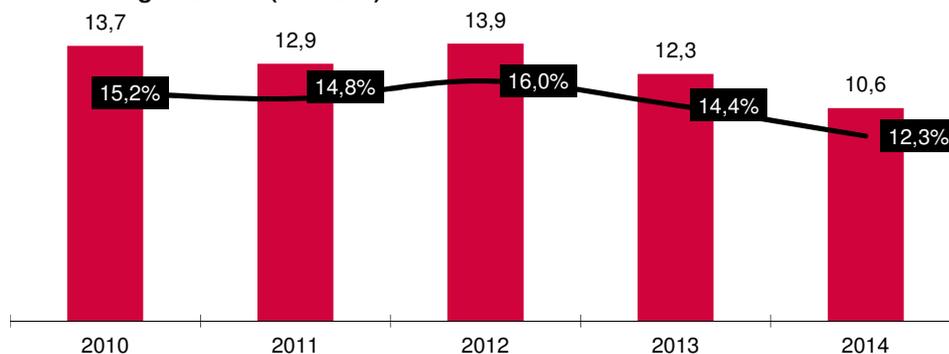
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Aber auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wirkte sich der Umbau aus. Im Zuge der Neueröffnung im Herbst 2014 wurden umfangreichere Marketingmaßnahmen unternommen, um die Bekanntheit der neu gestalteten Abteilung zu steigern. Unter anderem fielen die sonstigen betrieblichen Aufwendungen deshalb um rund 5 % über dem Vorjahr aus. Zusätzlich belasteten auch einmalige Aufwendungen in Höhe von 0,3 Mio. € im Zusammenhang mit der nachlassbedingten Anteilserhöhung an der Immobilie am Marienplatz auf 85,94 % das Ergebnis.

Gegenläufig wirkten sich erhöhte sonstige betriebliche Erträge aus. Im Zuge der Umbaumaßnahmen am Marienplatz erlitt das Gebäude am Marienplatz einen Wasserschaden. Daraus resultierten in 2014 0,76 Mio. € Versicherungsentschädigungen.

Die Personalaufwendungen waren in 2014 ebenfalls überproportional ansteigend. Hintergrund dessen ist die in 2013 durchgeführte allgemeine Lohnerhöhung um 6,5 %, die sich im 1. HJ 2014 noch entsprechend erhöhend auf den Personalaufwand auswirkte. In 2015 sollte dieser Effekt nicht mehr vorhanden sein, so dass von einer flacheren Personalaufwandsentwicklung auszugehen ist.

Entwicklung des EBIT (in Mio. €)



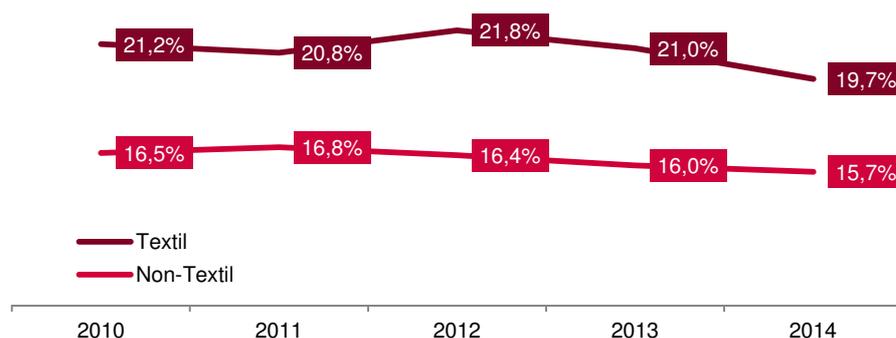
Quelle: Ludwig Beck, GBC

In der Summe der Effekte zeigte sich das EBIT im GJ 2014 auf 10,6 Mio. € rückläufig. Die EBIT-Marge lag mit 12,3 % zwar unterhalb des Niveaus der Vorjahre, aber noch immer klar im positiven, zweistelligen Bereich.

Dass das etwas schwächere Ergebnis auch nicht einem strukturellen Rentabilitätsverlust zuzurechnen ist, macht die Betrachtung der Segment-Ergebnisse über die vergangenen Jahre deutlich. Wie in nachfolgender Grafik deutlich wird, wurde lediglich im Jahr 2014 im Textil-Segment ein leichter Margenrückgang verzeichnet, nachdem in den Vorjahren die Marke von jeweils rund 21 % erreicht wurde. Sobald sich der Sondereinfluss aus der neuen Herrenabteilung relativiert, sollten wieder Segment-EBIT-Margen von mindestens 21 % erreicht werden können. Wir erwarten dies bereits für 2016.

Die Marge im Segment Non-Textil war in den Jahren 2013 und 2014 insbesondere durch den in 2013 an den Markt gegangenen Onlineshop leicht rückläufig, da hier erhöhte Marketingaufwendungen und sonstige Anlaufkosten zu berücksichtigen sind. Aber auch für das Segment Non-Textil gehen wir davon aus, dass ein Margenniveau von mindestens 16 % in wenigen Perioden wieder erreicht werden wird.

EBIT-Margen-Entwicklung der Segmente



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Das Nettoergebnis wurde hingegen positiv beeinflusst. Vor allem das nochmals um 0,42 Mio. € reduzierte Zinsergebnis wirkte sich sehr günstig aus. Hintergrund dessen sind vorgenommene Sondertilgungen der Immobilienfinanzierung, bei einer gleichzeitigen Refinanzierung zu den derzeit deutlich günstigeren Konditionen. Des Weiteren war ein Steuereffekt im Zusammenhang mit dem Erwerb der Logistikimmobilie in Haar zu verzeichnen. Daraus resultierte ein leicht verbesserter effektiver Steuersatz in Höhe von 29,7 %, nach 31,6 % im Vorjahr. Insgesamt war der Jahresüberschuss daher mit 9,4 % weniger stark rückläufig als das EBIT.

Positiv hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang auch die Anhebung der Dividende um 50 % auf 0,75 Euro je Aktie, trotz der rückläufigen Ergebnisentwicklung. Nicht nur erlaubt die äußerst solide Bilanz der Ludwig Beck AG diese erhöhte Ausschüttung in unseren Augen problemlos, sondern kann auch als Signal gedeutet werden, dass der Ergebnisrückgang des Jahres 2014 nur vorübergehender Natur ist.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Eigenkapital	59,67	64,39	67,25
EK-Quote (in %)	56,5 %	60,6 %	60,5 %
Finanzverbindlichkeiten	37,49	33,34	34,37
Liquide Mittel	0,99	0,70	0,82
Nettoverschuldung	36,50	32,64	33,54
Operatives Anlagevermögen	91,67	92,02	95,58
Working Capital	5,59	6,12	6,15

Quelle: Ludwig Beck, GBC

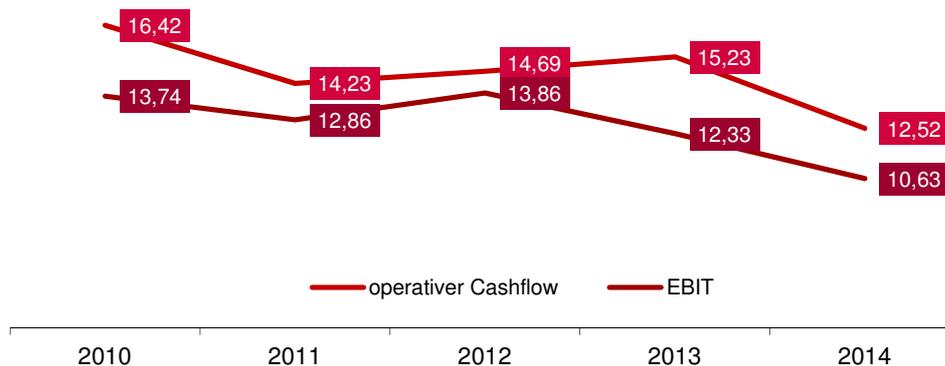
Auch bilanziell prägte vor allem der Umbau der Herrenabteilung im Tiefgeschoss das Bild im GJ 2014. Im Rahmen des Umbaus erfolgte nicht nur eine Modernisierung, sondern auch eine Erweiterung der Flächen. Im Zuge dessen erhöhte sich die gesamte Verkaufsfläche der Ludwig Beck AG um rund 600 m² auf nunmehr 12.415 m².

Vor allem für den Umbau der Herrenabteilung wurde im GJ 2014 ein CAPEX in Höhe von 6,42 Mio. € aufgewendet. Damit war die Umbaumaßnahme die größte seit 2008. In der Folge stieg das Anlagevermögen auf 95,58 Mio. € an.

Trotz der damit vergleichsweise hohen Investitionen, veränderte sich die Finanzierungsstruktur jedoch nur unwesentlich. Die Nettoverschuldung stieg lediglich um rund 1 Mio. € auf 33,54 Mio. € an. Auch die Eigenkapitalquote veränderte sich nur im Nachkommabereich auf 60,5 %.

Hintergrund dessen ist die ausgesprochen gute Cashflow-Situation des Unternehmens. Wie in der nachfolgenden Grafik ersichtlich, war es dem Unternehmen über die vergangenen Jahre stets möglich hohe operative Cashflows zu erwirtschaften. Diese lagen zudem jeweils auch klar über den EBIT-Kennzahlen, was gleichzeitig die hohe Ergebnisqualität und konservative Bilanzierung des Unternehmens zum Ausdruck bringt. Ein hauptausschlaggebender Grund für die stabilen operativen Cashflows sind die stabilen Working Capital-Relationen. Geschäftsmodellbedingt findet bei Ludwig Beck kaum eine Working Capital-Bindung statt.

Entwicklung des operativen Cashflow und des EBIT (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Trotz der vergleichsweise hohen Investitionen in 2014 hat sich an der guten bilanziellen Situation der Ludwig Beck AG nichts geändert. Vielmehr sollten in der Bilanz erhebliche stille Reserven um die Immobilie am Marienplatz enthalten sein. Diese ist derzeit lediglich mit einem Wertansatz von 70,7 Mio. € erfasst. Dabei stammt die Bewertung aus dem Jahre 2001. Seither haben sich die Immobilienpreise in München und insbesondere in 1A-Lagen, wie dem Marienplatz, deutlich verteuert.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Attraktiver Geschäftsstandort im Zentrum Münchens • Hoher Bekanntheitsgrad der Marke Ludwig Beck • Strategische Positionierung im exklusiven Damenmodesegment • Durch einzigartige Musik- und Kosmetikabteilung auch außerhalb des textilen Bereichs erfolgreich positioniert • Bilanzrelationen im Branchenvergleich überdurchschnittlich gut • Starker Wettbewerbsvorteil durch exklusives Markenangebot • Langfristige Standortsicherung durch zukünftig 100 %-iges Eigentum an der Immobilie am Marienplatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Asymmetrische Umsatzverteilung auf Grund eines saisonal bedingt besonders starken vierten Quartals (Saisonalität), „Weihnachtsgeschäft“ • Flächenwachstumspotenzial am Standort Marienplatz nach Abschluss der Umbaumaßnahmen begrenzt • Auf Grund des geringen Streubesitzes von 20,1 % findet ein Handel in der Aktie nur in geringen Stückzahlen bzw. Volumina statt
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • 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 	<ul style="list-style-type: none"> • Eine Erhöhung der Arbeitslosenquote und einer damit 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

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse (brutto)	102,69	106,07	109,20
EBITDA	13,42	13,08	14,23
EBITDA-Marge	15,6%	14,7%	15,5%
EBIT	10,63	10,08	11,23
EBIT-Marge	12,3%	11,3%	12,2%
Konzernjahresüberschuss	6,69	6,27	7,13
EPS in €	1,81	1,70	1,93

Quelle: Berechnungen GBC

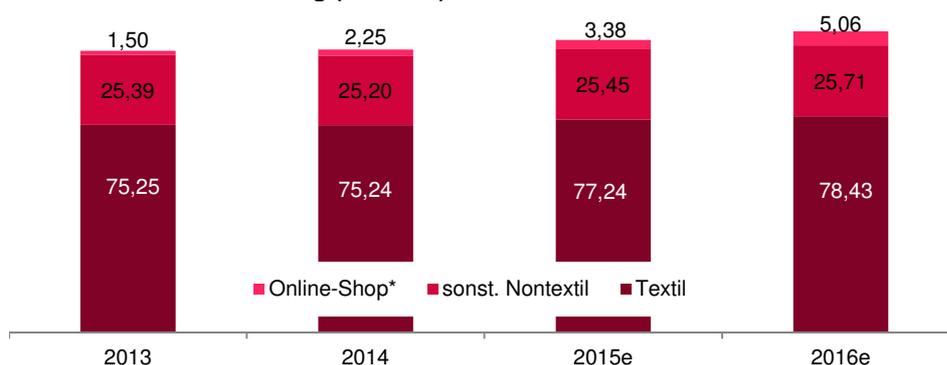
Umsatzprognosen

Für das GJ 2015 hat der Vorstand der Ludwig Beck AG ein Umsatzwachstum zwischen 2 % und 4 % in Aussicht gestellt. Dies wäre der höchste flächenunbereinigte Zuwachs seit vier Jahren, flächenbereinigt seit zwei Jahren.

Während wir davon ausgehen, dass der deutsche Textileinzelhandel auch im Jahr 2015 keine wesentlichen Impulse liefern dürfte, erwarten wir aber eine anhaltend starke Behauptung der Ludwig Beck AG in diesem Markt. Dies sollte vor allem auf Grund der einzigartigen Positionierung des Unternehmens unverändert möglich sein.

Hinzu kommen zwei wesentliche Wachstumstreiber. Zum einen ist dies die in 2014 neu eröffnete und vergrößerte Herrenabteilung, welche ein entsprechendes Umsatzpotenzial bietet. Im Jahresverlauf 2015 sollte die Bekanntheit der Abteilung und sukzessive auch die Umsatzdynamik zulegen. Zum anderen ist auch bei dem Onlineshop von einem weiteren hohen Wachstum auszugehen. Nachdem wir schätzen, dass die Umsatzerlöse des Shops in 2014 bei rund 2,25 Mio. € gelegen haben, erwarten wir für 2015 eine Steigerung um 50 % auf 3,38 Mio. €. Das einzigartige Produktsortiment mit zahlreichen Alleinstellungsmerkmalen sollte das Wachstum neben dem allgemeinen Branchentrend des Internetkonsums beflügeln.

Erwartete Umsatzverteilung (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC; *Umsatz Online-Shop 2013 und 2014 Schätzung GBC

Auf Grund der genannten erwarteten Entwicklungen halten wir die vom Vorstand ausgegebene Wachstumsspanne für plausibel und erwarten im GJ 2015 Umsatzerlöse in Höhe von 106,07 Mio. €, was einer Steigerung um 3,3 % entspricht.

Für das GJ 2016 setzen wir ebenfalls eine Wachstumserwartung von 3,0 % an, erneut getragen von beiden Segmenten. Dabei sollte aber auch abermals ein Großteil des Zuwachses aus dem Onlineshop generiert werden können.

Ergebnisprognosen

Die Ergebnisentwicklung das GJ 2015 betreffend, ist davon auszugehen, dass auf EBIT-Ebene nochmals ein Rückgang zu verzeichnen sein wird. Hierfür sollten vor allem zwei Gründe ausschlaggebend sein. Zum einen wird die Rohertragsmarge noch belastet bleiben und nach unseren Erwartungen in etwa auf dem Niveau von 2014 verharren. Der Grund hierfür ist erneut in der neu eröffneten Herrenabteilung zu sehen. Da die Abteilung zunächst bekannt gemacht und ein Kundenstamm etabliert werden muss, ist der Lagerumschlag zunächst noch vergleichsweise niedrig. Spätestens in 2016 sollte sich dies jedoch relativieren. Bei einer entsprechenden Entwicklung ist eventuell davon auszugehen, dass bereits zum wichtigen Weihnachtsgeschäft die historisch erreichten Rohmargenniveaus wieder erreicht werden können.

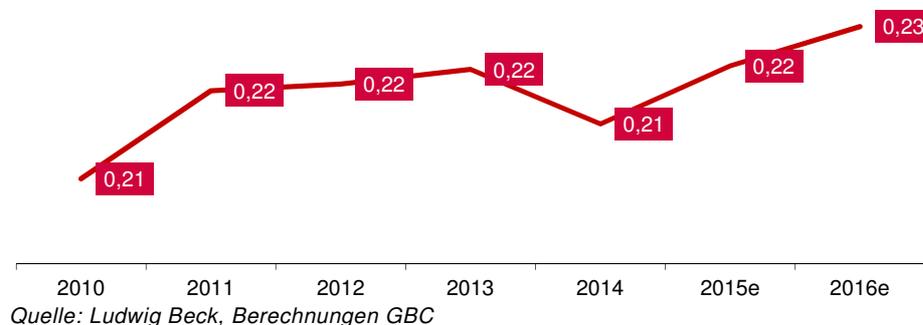
Bei den Personalaufwendungen sollte eine niedrigere Steigerung zu beobachten sein als in 2014, da sich die Lohnerhöhungen aus 2013 nicht mehr bemerkbar machen werden. Dennoch ist ein leichter Anstieg der Personalaufwendungen zu erwarten, da der Mitarbeiterbestand im Zuge der Vergrößerung der Herrenabteilung Ende 2014 entsprechend ausgeweitet wurde.

Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen werden in 2015 erwartungsgemäß nochmals weiter ansteigen. Hierbei sollten sich vor allem Marketingmaßnahmen niederschlagen, um die neue Herrenabteilung im Bekanntheitsgrad zu erhöhen.

Vor allem werden aber die Sondererträge aus Versicherungserstattungen in 2015, welche in 2014 0,76 Mio. € ausgemacht haben, nicht erneut anfallen. Entsprechend wird das EBIT in 2015 belastet werden. Daher gehen wir davon aus, dass im GJ 2015 ein EBIT in Höhe von 10,08 Mio. € erreicht wird. Damit entsprechen wir auch der Guidance des Managements. Für das GJ 2016 erwarten wir dann eine Steigerung auf 11,23 Mio. €, womit das EBIT dann auch wieder oberhalb der Niveaus von 2013 und 2014 liegen sollte. Auch das Erreichen der Break-even Schwelle des Onlineshops sollte dabei unterstützend wirken.

Insofern gehen wir auch davon aus, dass der zwischenzeitliche Effizienzurückgang, gemessen am Bruttoumsatz/Mitarbeiter, im Zuge der Ausweitung der neuen Herrenabteilung bereits in 2015 wieder ausgeglichen werden kann und dann in 2016 neue Bestwerte erreicht werden können.

Erwartete Entwicklung des Bruttoumsatzes pro Mitarbeiter (in Mio. €)



Zusammenfassend sind wir davon überzeugt, dass die Ludwig Beck AG ihre historischen Rentabilitätsniveaus in Kürze wieder erreichen wird. Insofern ist davon auszugehen, dass sich die Investitionen der vergangenen beiden Jahre in die Zukunft des Unternehmens auszahlen und die starke Marktposition des Unternehmens weiter festigen werden.

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 16,5 % 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.

Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00 %.**

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 8,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,3 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,3 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2016 entspricht als **Kursziel 33,00 €**. Damit belassen wir das bisherige Kursziel von 33,00 € unverändert. Auf Grund des Kurspotenzials von aktuell kleiner als 10 % senken wir das Rating auf HALTEN.

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	16,5%	ewige EBITA - Marge	13,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,0%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	6,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	89,13	91,76	93,60	95,47	97,38	99,33	101,32	103,34	
US Veränderung	3,3%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,94	0,98	1,01	1,04	1,07	1,10	1,13	1,16	
EBITDA	13,08	14,23	15,44	15,75	16,07	16,39	16,72	17,05	
EBITDA-Marge	14,7%	15,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	10,08	11,23	12,64	12,97	13,31	13,65	14,00	14,36	
EBITA-Marge	11,3%	12,2%	13,5%	13,6%	13,7%	13,7%	13,8%	13,9%	13,7%
Steuern auf EBITA	-3,13	-3,48	-3,92	-4,02	-4,13	-4,23	-4,34	-4,45	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	6,96	7,75	8,72	8,95	9,18	9,42	9,66	9,91	
Kapitalrendite	6,8%	7,7%	8,8%	9,1%	9,4%	9,7%	10,0%	10,3%	10,4%
Working Capital (WC)	5,78	5,48	5,62	5,73	5,84	5,96	6,08	6,20	
WC zu Umsatz	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Investitionen in WC	0,38	0,30	-0,14	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	94,56	93,56	92,76	91,97	91,21	90,48	89,76	89,07	
AFA auf OAV	-3,00	-3,00	-2,81	-2,78	-2,76	-2,74	-2,71	-2,69	
AFA zu OAV	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Investitionen in OAV	-1,98	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	100,34	99,04	98,37	97,70	97,06	96,44	95,84	95,27	
EBITDA	13,08	14,23	15,44	15,75	16,07	16,39	16,72	17,05	
Steuern auf EBITA	-3,13	-3,48	-3,92	-4,02	-4,13	-4,23	-4,34	-4,45	
Investitionen gesamt	-1,60	-1,70	-2,14	-2,11	-2,11	-2,12	-2,12	-2,12	
Investitionen in OAV	-1,98	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	0,38	0,30	-0,14	-0,11	-0,11	-0,12	-0,12	-0,12	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,35	9,05	9,39	9,62	9,83	10,04	10,26	10,48	151,04
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	144,02	145,52							
Barwert expliziter FCFs	51,93	46,68							
Barwert des Continuing Value	92,09	98,84							
Nettoschulden (Net debt)	28,96	23,58							
Wert des Eigenkapitals	115,06	121,94							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	115,06	121,94							
Ausstehende Aktien in Mio.	3,70	3,70							
Fairer Wert der Aktie in EUR	31,14	33,00							

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,37
Eigenkapitalkosten	8,5%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	3,3%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,3%

Kapitalrendite	WACC				
	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%
9,9%	35,58	33,37	31,42	29,68	28,12
10,2%	36,51	34,22	32,21	30,41	28,81
10,4%	37,43	35,08	33,00	31,15	29,50
10,7%	38,35	35,93	33,79	31,89	30,19
10,9%	39,28	36,79	34,58	32,63	30,88

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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

§ 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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Analyst

§ 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