



## **Researchstudie (Anno)**

**Ludwig Beck AG**



**WORMLAND-Übernahme sorgt für Umsatzsprung**

-

**Deutliche Steigerung der Rentabilität über die  
kommenden Jahre erwartet**

**Kursziel: 35,00 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

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

## Ludwig Beck AG<sup>\*5a,5b,11</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 35,00**

Aktueller Kurs: 31,50  
30.3.2016 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE0005199905  
WKN: 519990  
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,695  
Marketcap<sup>3</sup>: 116,39  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 151,86  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 17,10 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
DZ Bank AG

### Analysten:

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

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Konsum

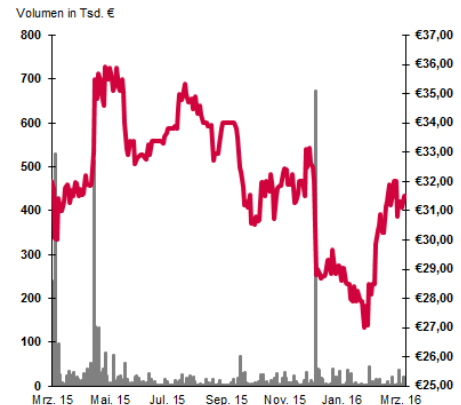
Fokus: Damenbekleidung, Herrenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 816

Gründung: 1861

Firmensitz: München

Vorstand: Dieter Münch, Christian Greiner



Die Ludwig Beck AG vereint unter ihrem Dach die beiden Segmente LUDWIG BECK sowie WORMLAND. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des Segments LUDWIG BECK liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. 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. Seit Dezember 2012 ist der stationäre Handel durch eine e-commerce-Plattform ergänzt worden, über welche Kosmetik- und Beautyartikel vertrieben werden. Im Segment WORMLAND werden 15 Filialen in ganz Deutschland betrieben. WORMLAND ist auf Herrenmode im gehobenen Preissegment spezialisiert und ergänzt damit das Angebotsspektrum des Ludwig Beck-Konzerns seit der Übernahme im Mai 2015.

GuV in Mio. EUR / GJ Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatzerlöse (brutto)	102,69	158,62	189,20	193,00
EBITDA	13,42	22,33	13,00	14,25
EBIT	10,63	18,32	8,50	9,50
Jahresüberschuss	6,69	15,18	5,00	5,69

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,81	4,11	1,35	1,54
Dividende je Aktie	0,75	0,75	0,75	0,75

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,48	0,96	0,80	0,79
EV/EBITDA	11,31	6,80	11,68	10,66
EV/EBIT	14,29	8,29	17,87	15,99
KGV	17,40	7,67	23,28	20,46
KBV		1,47		

### Finanztermine

26.04.2016: Veröffentlichung Q1-Bericht  
10.05.2016: Hauptversammlung  
26.07.2016: Veröffentlichung HJ-Bericht  
25.10.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
23.10.2015: RS / 35,00 / KAUFEN  
22.07.2015: RS / 35,00 / HALTEN  
24.04.2015: RS / 33,00 / HALTEN  
07.04.2015: RS / 33,00 / HALTEN  
02.02.2015: RG / 33,00 / HALTEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Das GJ 2015 war bei der Ludwig Beck AG besonders durch die Übernahme der WORMLAND-Gruppe geprägt. Durch diese stiegen die Umsatzerlöse sehr deutlich um 54,5 % auf 158,62 Mio. € an. Darin enthalten sind anorganische Umsatzeffekte durch WORMLAND in Höhe von 54,65 Mio. €. Aber auch ohne anorganische Effekte konnte die Ludwig Beck AG im Jahr 2015 ein flächenbereinigtes Wachstum aufweisen. Dieses lag bei 1,2 %, womit sich das Unternehmen erneut der schwachen Branchenentwicklung des deutschen Textileinzelhandels entziehen konnte. Auch in den vergangenen Jahren schaffte es das Unternehmen bereits kontinuierlich positive Wachstumsraten zu erzielen.
- Auch ergebnisseitig wirkte sich die Übernahme von WORMLAND deutlich erhöhend aus. Im Rahmen der Übernahme konnte die Ludwig Beck AG einen Badwill in Höhe von 9,84 Mio. € verbuchen, was das ausgewiesene EBIT des Konzerns auf 18,32 Mio. € ansteigen ließ, nach 10,63 Mio. € im Vorjahr.
- Bereinigt um die Sondereffekte der Konsolidierung, aber auch um die Kosten der Akquisition und der Verwaltung von WORMLAND, die mit rund 1 Mio. € beziffert werden, lag das bereinigte EBIT im GJ 2015 bei 9,48 Mio. € und damit etwas niedriger als der bereinigte Vorjahreswert mit 10,17 Mio. €. Hintergrund dessen waren neben den schlechten Wettervoraussetzungen und damit einhergehend vermehrten Preisnachlässen auch geplante Personalkostensteigerungen.
- Für das GJ 2016 ist akquisitionsbedingt mit einer nochmalig deutlichen Verbesserung der Umsatzerlöse zu rechnen. Wir gehen dabei von Umsatzerlösen in Höhe von 189,20 Mio. € aus, wobei wir aber auch organische Zuwächse aus beiden Segmenten, Ludwig Beck und WORMLAND, erwarten. Für das Jahr 2017 erwarten wir einen weiteren Zuwachs auf dann 193 Mio. €. Ergebnisseitig ist durch das Entfallen der Einmalserträge mit einem klar niedrigeren EBIT zu rechnen. Aber auch das bereinigte EBIT dürfte auf Grund des noch nicht profitablen Zustands von WORMLAND etwas unter Vorjahresniveau liegen. Wir rechnen mit einem EBIT in Höhe von 8,50 Mio. € für das GJ 2016. Bereits für 2017 erwarten wir jedoch wieder ein EBIT von 9,50 Mio. €.
- Insgesamt begrüßen wir die Übernahme von WORMLAND und trauen dem Management von Ludwig Beck uneingeschränkt zu, den Turnaround des neuen Segments zügig voranbringen zu können. Wenngleich dies die Rentabilität des Konzerns zunächst belastet, sind wir überzeugt, dass die Akquisition mittelfristig sehr wertschöpfend für die Aktionäre sein wird. Auf Grund der soliden finanziellen Situation müssen Aktionäre trotz Übernahme ohnehin nicht auf eine Dividendenausschüttung verzichten. Nicht zuletzt bieten die hohen Immobilienwerte der Ludwig Beck AG ein substanzielles Wertpolster. Diese dürften nach unserer Einschätzung, unter dem Gesichtspunkt eines fairen Wertansatzes, die aktuelle Marktkapitalisierung der Ludwig Beck AG übersteigen.
- **Wir sind überzeugt, dass die Ludwig Beck AG über die kommenden Jahre hinweg wieder kontinuierlich steigende Ergebnisniveaus erwirtschaften wird. Angesichts dessen aber, auch auf Grund der guten bilanziellen Relationen und der hohen Cashflowstärke, bestätigen wir unser Kursziel von 35,00 € für die Aktien der Ludwig Beck AG. Das Rating behalten wir damit ebenfalls unverändert mit KAUFEN bei.**

## INHALTSVERZEICHNIS

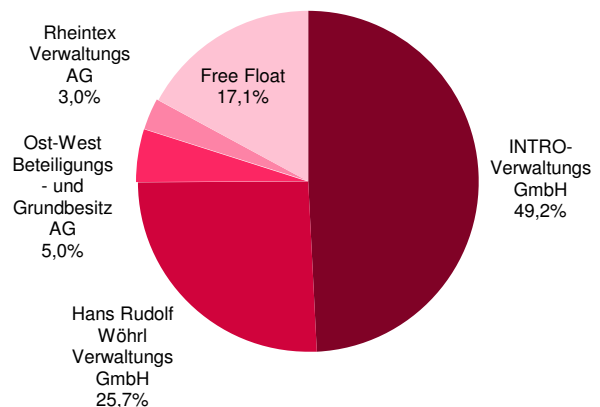
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland .....	5
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose.....</b>	<b>6</b>
Kennzahlen im Überblick .....	6
Geschäftsentwicklung 2015 .....	7
Umsatzentwicklung .....	7
Ergebnisentwicklung .....	8
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	10
SWOT-Analyse .....	11
Prognose und Modellannahmen .....	12
Umsatzprognosen .....	12
Ergebnisprognosen .....	13
<b>Bewertung .....</b>	<b>15</b>
Modellannahmen .....	15
Bestimmung der Kapitalkosten .....	15
Bewertungsergebnis .....	15
<b>DCF-Modell.....</b>	<b>16</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

### Aktionärsstruktur

INTRO-Verwaltungs GmbH	49,2 %
Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH	25,7 %
Ost-West Beteiligungs- und Grundbesitz AG	5,0 %
Rheintex Verwaltungs AG	3,0 %
Free Float	17,1 %
Summe	100,0 %

Quelle: Ludwig Beck, GBC

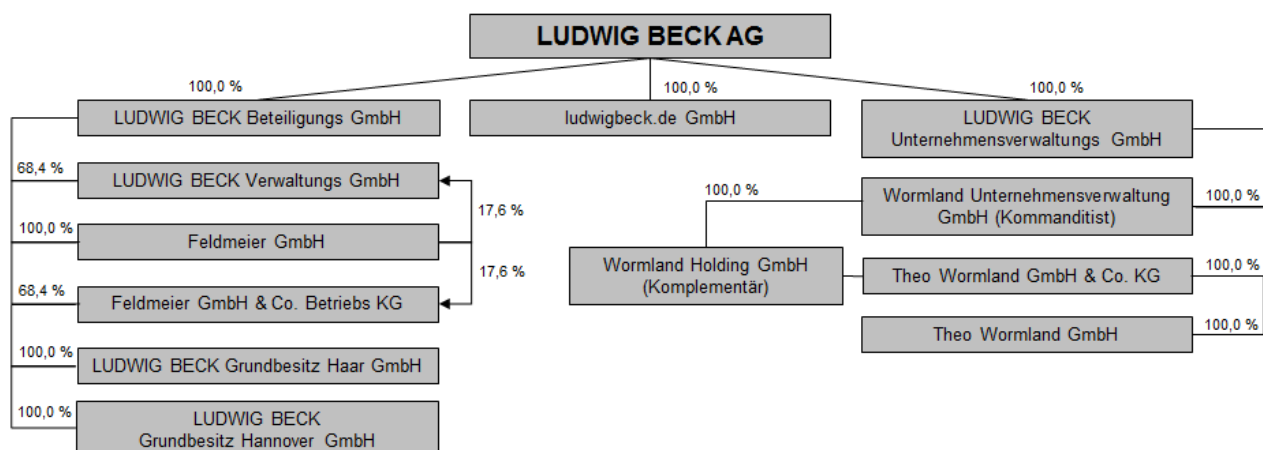


Größter Anteilseigner der Ludwig Beck AG ist Herr Hans Rudolf Wöhrl, dem über die beiden Aktionärinnen Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH und INTRO-Verwaltungs GmbH insgesamt 74,9 % der Stimmrechte zuzurechnen sind. Der Streubesitz der Ludwig Beck AG beläuft sich auf 17,1 %, welcher sich aus über 2.000 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.

Mit der Übernahme der WORMLAND GmbH & Co. KG hat sich der Konsolidierungskreis der Ludwig Beck AG im GJ 2015 erweitert. Unterhalb der LUDWIG BECK Unternehmensverwaltungs GmbH wird nunmehr das Geschäft von WORMLAND abgebildet. Die beiden mit erworbenen Immobilien in Hannover werden hingegen in der LUDWIG BECK Grundbesitz Hannover GmbH gehalten, einer 100 %igen Tochtergesellschaft der LUDWIG BECK Beteiligungs GmbH.



Quelle: Ludwig Beck, GBC

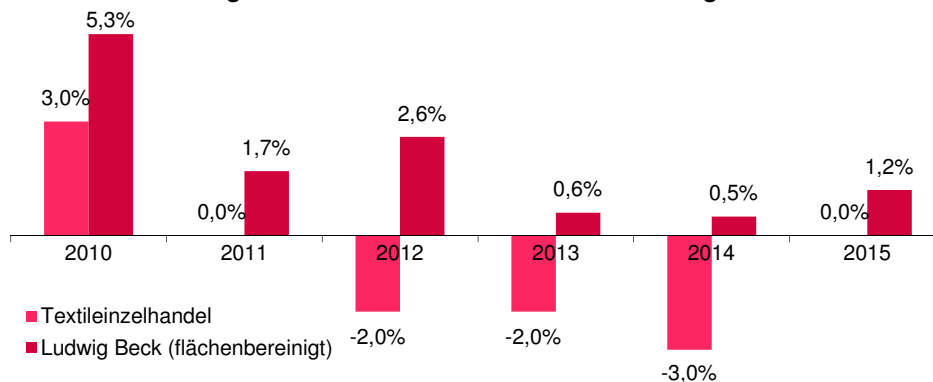
## MARKT UND MARKTUMFELD

### Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland

Der deutsche Textileinzelhandel konnte sich im Vergleich zu den Vorjahren im Jahr 2015 behaupten und das Umsatzniveau des Vorjahres verteidigen. In den Vorjahren wurden jeweils rückläufige Entwicklungen verzeichnet. Insofern ist dem deutschen Textileinzelhandel eine Stabilisierung gelungen. Dabei sah es im 1. HJ 2015 nicht nach einer Stabilisierung aus. Vielmehr lag die Branche bis Mai 2015 um 4 % hinter dem Vorjahr zurück. Verantwortlich waren hierfür laut Aussagen der Branchenunternehmen für den Einzelhandel die schwierigen Wetterverhältnisse. Während im August 2015 nochmals ein herber Rückschlag verkraftet werden musste, startete die Branche dann im September und Oktober eine starke Erholung, was den Rückstand bis Jahresende aufholte.

Die Ludwig Beck AG setzte sich einmal mehr von der schwachen Marktentwicklung ab und verzeichnete ein flächenbereinigtes Wachstum von 1,2 %. Damit weist das Unternehmen nicht nur weiterhin eine positive Umsatzentwicklung auf, sondern kann sich vielmehr seit Jahren konstant besser als der Markt entwickeln. Dies ist ein Qualitätsmerkmal das einmal mehr ausdrücklich zu betonen ist.

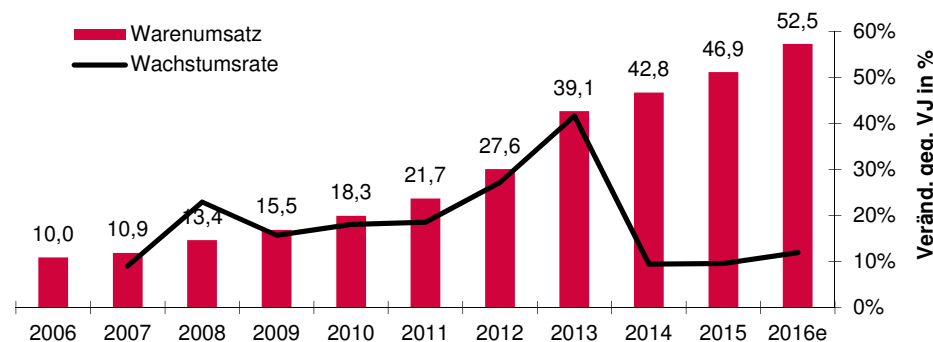
#### Umsatzveränderung deutscher Textileinzelhandel und Ludwig Beck AG



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

Sehr positiv geprägt war hingegen weiterhin der Markt für E-Commerce in Deutschland. Mit einer Wachstumsrate von 9,6 % kletterten die Online-Erlöse mit Waren auf 46,9 Mrd. €. Ein Ende des Wachstumskurses ist dabei nicht abzusehen. Der Branchenverband bevh geht davon aus, dass auch in 2016 eine Wachstumsrate um die 10 %-Marke zu erwarten ist. Insofern ist es klar nachvollziehbar, dass auch der Online-Shop der Ludwig Beck AG in 2015 weiterhin dynamisch gewachsen ist und unseres Erachtens auch in 2016 diesen Trend fortsetzen wird.

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



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

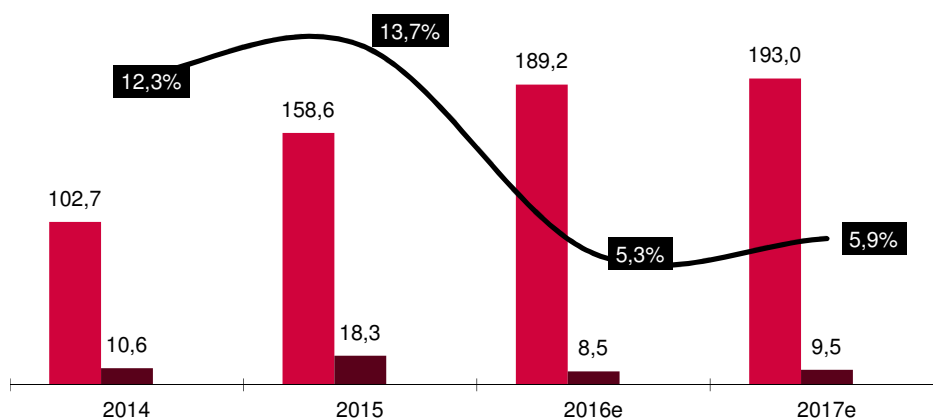
## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014		GJ 2015		GJ 2016e		GJ 2017e	
<b>Umsatz (brutto)</b>	<b>102,69</b>	<b>119,0%</b>	<b>158,62</b>	<b>119,0%</b>	<b>189,20</b>	<b>119,0%</b>	<b>193,00</b>	<b>119,0%</b>
Mehrwertsteuer	-16,38	-19,0%	-25,32	-19,0%	-30,21	-19,0%	-30,82	-19,0%
<b>Umsatz (netto)</b>	<b>86,30</b>	<b>100,0%</b>	<b>133,30</b>	<b>100,0%</b>	<b>158,99</b>	<b>100,0%</b>	<b>162,18</b>	<b>100,0%</b>
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,21	0,2%	0,03	0,0%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Materialaufwand	-43,62	-50,5%	-68,84	-51,6%	-81,40	-51,2%	-82,23	-50,7%
<b>Rohertrag</b>	<b>42,89</b>	<b>49,7%</b>	<b>64,48</b>	<b>48,4%</b>	<b>77,59</b>	<b>48,8%</b>	<b>79,96</b>	<b>49,3%</b>
Sonstige betriebliche Erträge	3,78	4,4%	13,35	10,0%	3,50	2,2%	3,50	2,2%
Personalaufwand	-17,67	-20,5%	-26,43	-19,8%	-35,50	-22,3%	-36,21	-22,3%
Abschreibungen	-2,79	-3,2%	-4,01	-3,0%	-4,50	-2,8%	-4,75	-2,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-15,58	-18,1%	-29,07	-21,8%	-32,59	-20,5%	-33,00	-20,3%
<b>EBIT</b>	<b>10,63</b>	<b>12,3%</b>	<b>18,32</b>	<b>13,7%</b>	<b>8,50</b>	<b>5,3%</b>	<b>9,50</b>	<b>5,9%</b>
Finanzergebnis	-1,10	-1,3%	-1,06	-0,8%	-1,15	-0,7%	-1,13	-0,7%
<b>EBT</b>	<b>9,53</b>	<b>11,0%</b>	<b>17,26</b>	<b>12,9%</b>	<b>7,35</b>	<b>4,6%</b>	<b>8,37</b>	<b>5,2%</b>
Steuern	-2,83	-3,3%	-2,09	-1,6%	-2,35	-1,5%	-2,68	-1,7%
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>6,69</b>	<b>7,8%</b>	<b>15,18</b>	<b>11,4%</b>	<b>5,00</b>	<b>3,1%</b>	<b>5,69</b>	<b>3,5%</b>
EBITDA	13,42		22,33		13,00		14,25	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>15,6%</i>		<i>16,8%</i>		<i>8,2%</i>		<i>8,8%</i>	
EBIT	10,63		18,32		8,50		9,50	
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>12,3%</i>		<i>13,7%</i>		<i>5,3%</i>		<i>5,9%</i>	
Ergebnis je Aktie in €	1,81		4,11		1,35		1,54	
Dividende je Aktie in €	0,75		0,75		0,75		0,75	
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 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	Δ zum VJ	GJ 2015*	GJ 2015e GBC*
Umsatzerlöse (brutto)	102,69	+54,5%	158,62	159,00
EBITDA	13,42	+66,4%	22,33	20,25
EBITDA-Marge	15,6%	+1,2 Pp.	16,8%	15,2%
EBIT	10,63	+72,3%	18,32	17,00
EBIT-Marge	12,3%	+1,4 Pp.	13,7%	12,7%
Jahresüberschuss	6,69	+126,8%	15,18	14,04
EPS in €	1,81	+126,8%	4,11	3,80

Quelle: Ludwig Beck, GBC; \*inkl. Badwill aus Erwerb Wormland

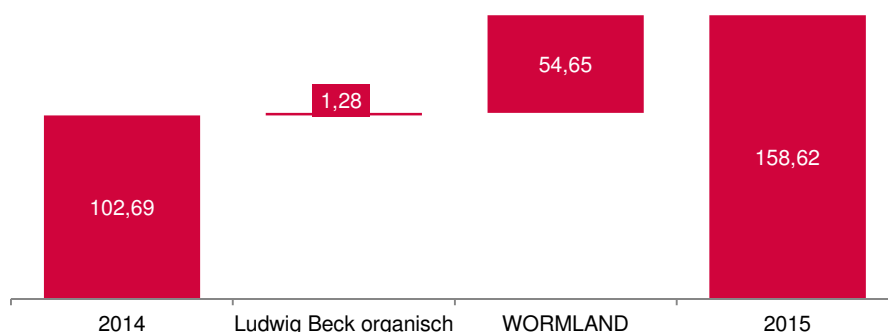
### Umsatzentwicklung

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 158,62 Mio. € konnte die Ludwig Beck AG eine deutliche Steigerung gegenüber 2014 erreichen. Unsere Prognose von 159,00 Mio. € konnte damit nahezu exakt mit einer Abweichung von nur 0,2 % erreicht werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass durch die Übernahme von WORMLAND ein hoher anorganischer Beitrag geleistet wurde. Dabei wurde WORMLAND seit Mai 2015 konsolidiert und steuerte seither 54,65 Mio. € zum Konzernumsatz bei.

Bereinigt um den anorganischen Beitrag betrug der organische Zuwachs der Ludwig Beck AG mit dem Stammhaus am Münchner Marienplatz, der HAUTNAH-Filiale in den Fünf Höfen in München sowie dem Onlineshop für Beauty- und Kosmetikprodukte, 1,28 Mio. € bzw. 1,2 %. Damit konnte sich das Unternehmen abermals von der schwachen Entwicklung des stationären Textileinzelhandels insgesamt absetzen.

Über die Verteilung des Umsatzzuwachses im Segment Ludwig Beck macht das Unternehmen keine Angaben. Jedoch vermuten wir, dass ein wesentlicher Teil des Umsatzzuwachses auf den Onlineshop für Kosmetikprodukte zurückzuführen ist. Nachdem wir für das Jahr 2014 für den Onlineshop von Umsatzerlösen in Höhe von rund 2,3 Mio. € ausgegangen waren, rechnen wir für 2015 mit einem Beitrag von knapp 3,0 Mio. €. Damit dürfte die Wachstumsdynamik des Shops nach wie vor klar im zweistelligen Prozentbereich ausgefallen sein.

### Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Hinsichtlich WORMLAND ist zu erwähnen, dass das Unternehmen auf das gesamte Jahr 2015 gesehen Umsatzerlöse in Höhe von 81,24 Mio. € erwirtschaftet hat. Da die Vollkonsolidierung erst im Mai 2015 erfolgt ist, wird ein ganzjähriger Einbezug der WORMLAND-Umsätze erstmals im Jahr 2016 stattfinden. Daher ist auch für 2016 mit einem maßgeblichen anorganischen Wachstumseffekt in Höhe von rund 25 Mio. € zu rechnen.



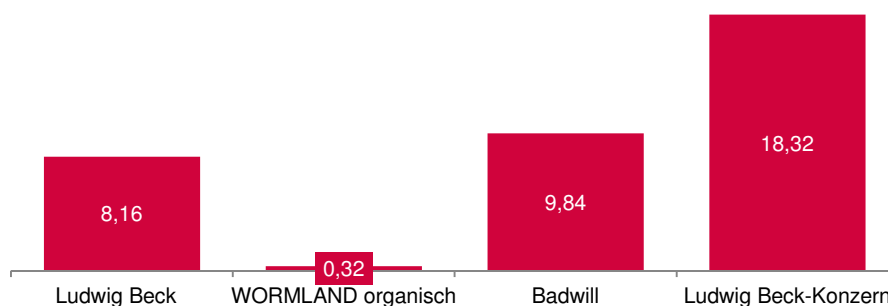
## Ergebnisentwicklung

Auch die Ergebnisentwicklung der Ludwig Beck AG war im GJ 2015 maßgeblich von der Akquisition von WORMLAND geprägt. Dabei lag das Konzern-EBIT mit 18,32 Mio. € wesentlich über den Vorjahreswert von 10,63 Mio. €. Die in Aussicht gestellte EBIT-Spanne von 17-19 Mio. € wurde damit in der mittleren Bandbreite erreicht. Wir hatten ein EBIT in Höhe von 17,00 Mio. € in unseren Prognosen berücksichtigt, womit unsere Erwartungen übertroffen wurden.

Bei den Ergebnissen ist zu berücksichtigen, dass aus dem Erwerb von WORMLAND ein Badwill in Höhe von 9,84 Mio. € entstand. Angesichts eines erworbenen Nettovermögens in Höhe von 9,8 Mio. € und des Badwills in Höhe von ebenfalls 9,8 Mio. € dürfte die Akquisition von WORMLAND damit ohne eine bzw. mit nur einer sehr geringen Kaufpreiszahlung stattgefunden haben.

Der organische Anteil des EBIT lag bei 8,48 Mio. €, ohne den Badwill-Ertrag, wobei der Großteil des Ergebnisses auf das Segment Ludwig Beck entfiel. 0,32 Mio. € des operativen EBIT sind dem neuen Segment WORMLAND zuzurechnen.

### Verteilung des EBIT (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

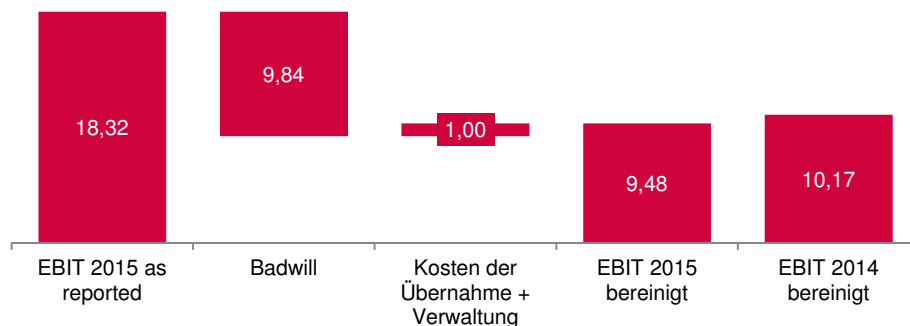
Hierbei ist zu berücksichtigen, dass WORMLAND erst im Mai 2015 konsolidiert wurde. Wir gehen davon aus, dass die Ergebnisverteilung bei WORMLAND ähnlich gelagert ist wie insgesamt im Textileinzelhandel und das erste Halbjahr üblicherweise ergebnisschwächer ist als das zweite Halbjahr. Zudem ist davon auszugehen, dass auch positive Konzerneffekte zum positiven EBIT beigetragen haben. Daher gehen wir davon aus, dass das Pro-forma-Ergebnis bei einer gesamtjährigen Konsolidierung deutlich negativ ausgefallen wäre. Insofern ist auch nicht bereits in 2016 mit einem positiven EBIT von WORMLAND zu rechnen.

Durch die Übernahme der WORMLAND-Gruppe entstanden Kosten der Übernahme sowie der Verwaltung von WORMLAND in Höhe von rund 1 Mio. €. Bereinigt um diese, als auch um den Badwill aus der WORMLAND-Übernahme in Höhe von 9,84 Mio. €, betrug das bereinigte EBIT im GJ 2015 entsprechend 9,48 Mio. €. Das bereinigte EBIT des Vorjahres betrug hingegen 10,17 Mio. €. Hier wirkten sich beim unbereinigten Ergebnis vor allem Versicherungsentschädigungen ergebniserhöhend aus, die wir entsprechend korrigiert haben.

Der Rückgang des operativen EBIT gegenüber 2014 betrug demzufolge 6,8 % bzw. 0,69 Mio. €. Hierfür waren mehrere Effekte verantwortlich. Zum einen musste bei Ludwig Beck ein leichter Rückgang der Rohertragsmarge hingenommen werden, was insbesondere mit den in 2015 erforderlichen Preisnachlässen auf Saisonware im Zusammenhang steht. Diese wiederum müssen verstärkt erfolgen, wenn die Wetterverhältnisse entsprechend der Saison ungünstig sind, was in 2015 verstärkt der Fall gewesen ist. Daneben

wirkten sich aber auch allgemeine Lohnsteigerungen im Personalaufwand sowie unserer Einschätzung nach weiterhin Anlaufkosten für den Onlineshop aus.

#### Entwicklung des bereinigten EBIT (in Mio. €)



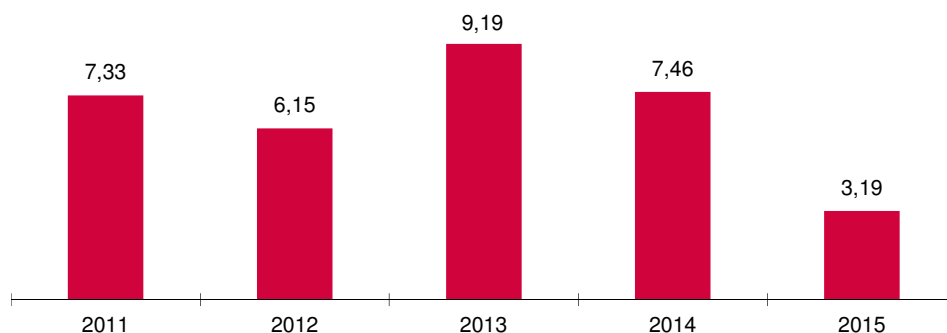
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Eine weitere Verbesserung konnte die Ludwig Beck AG beim Finanzierungsergebnis erreichen. Trotz der Ausweitung der in Anspruch genommenen Darlehen haben die günstigen Finanzierungssätze zum weiteren Rückgang beigetragen.

Auf steuerlicher Ebene hat sich die Übernahme der WORMLAND-Gruppe nicht ausgewirkt. Der durch den Badwill erhöhte Ertrag führte demzufolge nicht zu einem erhöhten Steueraufwand. Vielmehr fiel mit 2,09 Mio. € ein gegenüber 2014 klar verminderter Steueraufwand an. Bereinigt um den Ertrag aus dem Badwill errechnet sich eine Steuerquote in Höhe von rund 28 % und liegt damit nahe dem zur Anwendung kommenden Konzernsteuersatzes.

Auch auf Cashflow-Ebene zeigte sich in 2015 einmal mehr die gute Ertragskraft der Ludwig Beck AG, wenngleich der operative Cashflow im Jahr 2015 mit 3,19 Mio. € unterhalb des Vorjahresniveaus lag. Dies ist jedoch auch im Zusammenhang mit der Übernahme von WORMLAND zu sehen. In der Folge der Übernahme wurden bestehende Verbindlichkeiten von WORMLAND zurückgeführt, was den operativen Cashflow entsprechend belastete. Wir sind überzeugt, dass in den Folgejahren wieder deutlich höhere Werte erzielt werden.

#### Entwicklung des operativen Cashflows (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Insgesamt sind wir mit der Ergebnisentwicklung der Ludwig Beck AG im GJ 2015 zufrieden. Wenngleich die Übernahme von WORMLAND das Rentabilitätsniveau zunächst drückt, gehen wir davon aus, dass es dem Management mittelfristig gelingen wird, auch WORMLAND wieder in den Bereich der schwarzen Zahlen zu führen, so dass der Konzern zu einer positiven Wertschöpfung beiträgt. Insofern dürften über die kommenden Geschäftsjahre hinweg wieder steigende Margenniveaus zu beobachten sein.

## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Eigenkapital	64,39	67,25	79,40
EK-Quote (in %)	60,6 %	60,5 %	60,2 %
Finanzverbindlichkeiten	33,34	34,37	37,51
Liquide Mittel	0,70	0,82	2,04
Nettoverschuldung	32,64	33,54	35,47
Operatives Anlagevermögen	92,02	95,58	105,09
Working Capital	6,12	6,15	10,71

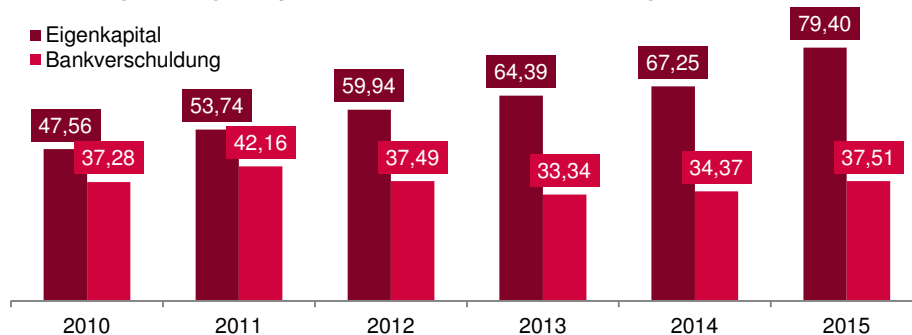
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Bilanziell hat die Übernahme der WORMLAND-Gruppe zu keinen wesentlichen Veränderungen hinsichtlich der soliden Relationen geführt. Die Eigenkapitalquote blieb gegenüber dem Vorjahr mit 60,2 % nahezu unverändert und auch der Bestand an Finanzverbindlichkeiten hat sich nur unwesentlich auf 37,51 Mio. € erhöht. Dabei wurden auch im GJ 2015 weitere Optimierungen der Finanzierungsstruktur vorgenommen und höherverzinsliche Hypothekendarlehen durch langfristige und günstigere Hypothekendarlehen mit einer Verzinsung von 1,15 % ersetzt.

Ein Grund für die nur unwesentlich gestiegene Verschuldung war auch, dass sich der Verkäufer der WORMLAND-Gruppe verpflichtete, eine Liquiditätszuführung in Höhe von 9,1 Mio. € an WORMLAND zu leisten, um eventuell anfallende zukünftige Verluste abzudecken.

Insgesamt hat sich der stabile Aufwärtstrend bei der Entwicklung des Eigenkapitals, bei gleichzeitig nahezu gleichbleibender Verschuldungssituation, auch in 2016 fortgesetzt.

### Entwicklung des Eigenkapitals und der Bankverschuldung (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Mit der Übernahme der WORMLAND-Gruppe hat die Ludwig Beck AG weiteres Immobilienvermögen erworben. Der WORMLAND-Gruppe sind zwei Immobilien in Hannover zuzurechnen, wobei eine Immobilie als Verwaltungsgebäude genutzt wird und sich in der zweiten Immobilie ein WORMLAND-Shop befindet. Alle weiteren Verkaufsflächen von WORMLAND sind angemietet. Der Bilanzansatz der beiden Immobilien erfolgte mit rund 4,5 Mio. €

Vor diesem Hintergrund hat sich der Bilanzansatz des gesamten Immobilienvermögens der Ludwig Beck AG per Ende 2015 auf 94,56 Mio. € erhöht (VJ: 88,22 Mio. €). Dabei macht die Immobilie des Stammhauses am Münchner Marienplatz mit rund 70 Mio. € den Großteil des Immobilienvermögens aus. Dieser Wert betrifft jedoch nur den bilanziellen Wertansatz zu fortgeführten Anschaffungskosten. Angesichts der Wertsteigerungen auf dem Münchner Immobilienmarkt über die vergangenen Jahre gehen wir jedoch davon aus, dass das Stammhaus am Marienplatz heute einen signifikant höheren Wertansatz rechtfertigen würde. Der Aktienkurs reflektiert diese Werthaltigkeit des Immobilienvermögens derzeit nicht.

## 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 17,1 % findet ein Handel in der Aktie nur in geringen Stückzahlen bzw. Volumina statt</li> <li>• WORMLAND steuert derzeit noch keine positiven Ergebnisbeiträge bei</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aktivitäten auf dem Onlinemarkt mit Kosmetikprodukten eröffnet zusätzliches Wachstumspotenzial, da der Online-Einzelhandel derzeit deutlich höhere Wachstumsraten erzielt als der stationäre Handel</li> <li>• Mit dem Erwerb von WORMLAND ist die Ludwig Beck AG in eine neue Umsatzgrößenordnung vorgestoßen und hat sich im Herrensegment einen neuen Wachstumsbereich erschlossen</li> <li>• Durch eine Steigerung der Rentabilität bei WORMLAND über die kommenden Jahre, sollte das Ergebnisniveau mittelfristig signifikant angehoben werden können</li> <li>• Von einem anhaltend starken Konsumklima bzw. einer weiteren Verbesserung sollte Ludwig Beck überproportional profitieren</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Die wichtigen Kundengruppen aus dem russischen und arabischen Raum könnten auf Grund anhaltender Schwächung ihrer Kaufkraft weiterhin nur geringe Umsatzimpulse liefern</li> <li>• Wachsender Online-Handel im Bekleidungsbereich könnte den stationären Textileinzelhandel zunehmend Marktanteile streitig machen</li> <li>• Der Turnaround von WORMLAND könnte sich zeitlich verzögern, so dass eine Ergebnisbelastung länger stattfindet als zunächst geplant</li> <li>• Die Kauflaune 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 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse (brutto)	158,62	189,20	193,00
EBITDA	22,33	13,00	14,25
EBITDA-Marge	16,8%	8,2%	8,8%
EBIT	18,32	8,50	9,50
EBIT-Marge	13,7%	5,3%	5,9%
Konzernjahresüberschuss	15,18	5,00	5,69
EPS in €	4,11	1,35	1,54

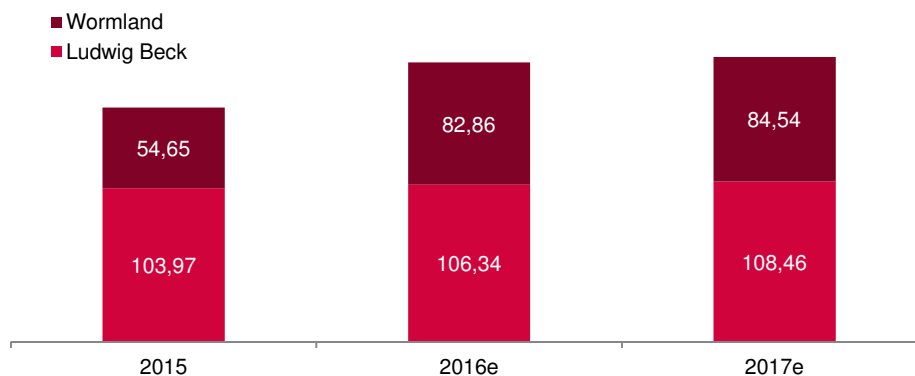
Quelle: Berechnungen GBC

### Umsatzprognosen

Das GJ 2016 wird bei der Ludwig Beck AG noch einmal durch einen großen Wachstumsschub geprägt sein. Hintergrund sind dabei insbesondere weitere anorganische Effekte aus der Übernahme von WORMLAND. Da diese erst im Mai 2015 akquiriert wurde, wurden entsprechend nur 8 Monate konsolidiert. 2016 wird damit das erste Jahr sein, in dem WORMLAND voll zum Umsatz beiträgt.

Nachdem WORMLAND auf das gesamte Jahr 2015 gesehen Umsatzerlöse in Höhe von 81,24 Mio. € erwirtschaftet hat, gehen wir für 2016 von einer leichten Steigerung um 2 % auf 82,86 Mio. € aus. Bei Ludwig Beck rechnen wir vor dem Hintergrund des anhaltenden starken Wachstums mit einem etwas höheren Zuwachs um 2,3 % auf 106,34 Mio. €. Insgesamt erwarten wir damit Umsatzerlöse in Höhe von 189,20 Mio. €. Damit liegt unsere Erwartung am oberen Ende der vom Unternehmen ausgegebenen Prognosespanne von 180-190 Mio. €.

### Erwartete Umsatzverteilung (in Mio. €)



Quelle: Berechnungen GBC

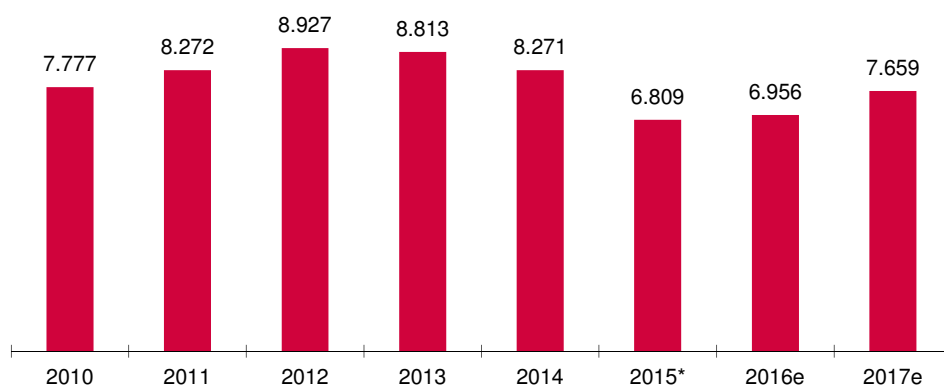
Auch für das Jahr 2017 gehen wir für beide Segmente, WORMLAND und Ludwig Beck, von einem weiteren Wachstum auf dann 193,00 Mio. € aus. Bei WORMLAND sollte der in Nürnberg neu geplante Shop wichtige Wachstumsimpulse beisteuern. Dieser wird im Herbst 2016 eröffnet und sollte damit ab 2017 dann volle Umsatzbeiträge generieren. Von Filialschließungen gehen wir auf Grund bestehender Mietverhältnisse für die aktuellen Shops nicht aus. Mittelfristig schließen wir eine Optimierung der Filialstruktur jedoch nicht aus.

Für Ludwig Beck wird auch in 2017 der Onlineshop für Kosmetikprodukte ein wichtiges Standbein bleiben. Nachdem der Shop nun auch in der Schweiz und in Österreich aktiv ist, erwarten wir, dass im Jahr 2017 eine Größenordnung beim Umsatz von rund 4 Mio. € erreicht werden kann.

WORMLAND erzielte mit einer Gesamtverkaufsfläche von fast 15.000 m<sup>2</sup> zuletzt Umsatzerlöse in Höhe von rund 81 Mio. € und wies damit einen geringeren durchschnittlichen Umsatz pro m<sup>2</sup> von rund 5.400 €/m<sup>2</sup> als Ludwig Beck auf, wo zuletzt durchschnittlich rund 8.300 €/m<sup>2</sup> erwirtschaftet wurden. Daher ist der durchschnittliche Umsatz pro m<sup>2</sup> auf Konzernbetrachtung in 2015 rückläufig gewesen.

Wir sind jedoch davon überzeugt, dass es dem Management der Ludwig Beck AG gelingen wird die Flächeneffizienz auch bei WORMLAND in den kommenden Jahren zu steigern. Dennoch ist nicht davon auszugehen, dass WORMLAND an die hohe Flächeneffizienz von Ludwig Beck herankommen wird. Das ist damit zu begründen, dass die regionale Filialstruktur und die Größenverhältnisse der Verkaufsflächen der einzelnen Shops nicht mit der von Ludwig Beck zu vergleichen sind. Eine Rolle könnte in den kommenden Jahren bei der Steigerung der Flächeneffizienz daher auch die Optimierung der Filialstruktur spielen.

#### Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse (in €/m<sup>2</sup>)

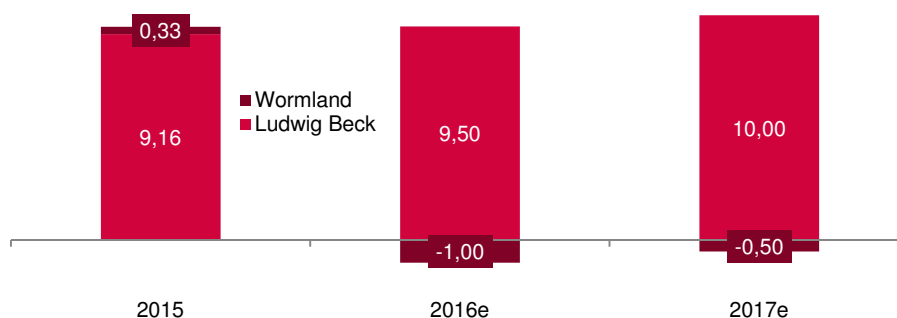


Quelle: Berechnungen GBC; Wert 2015 wurde auf Pro-forma-Umsatz berechnet, als wenn WORMLAND das gesamte Jahr über konsolidiert gewesen wäre

#### Ergebnisprognosen

Das um Sondereffekte bereinigte EBIT der Ludwig Beck AG lag im Jahr 2015 bei 9,48 Mio. €. Dabei waren jedoch auch Belastungen aus dem operativen Geschäft heraus zu verzeichnen, was sich z.B. auf die Rohertragsmarge auswirkte. Für das GJ 2016 gehen wir daher für Ludwig Beck von einer zum Umsatz überproportionalen Verbesserung des EBIT um 3,7 % auf 9,5 Mio. € aus, wobei der maßgebliche Treiber die Rohertragsmarge sein dürfte.

#### Erwartete Ergebnisverteilung (in Mio. €)



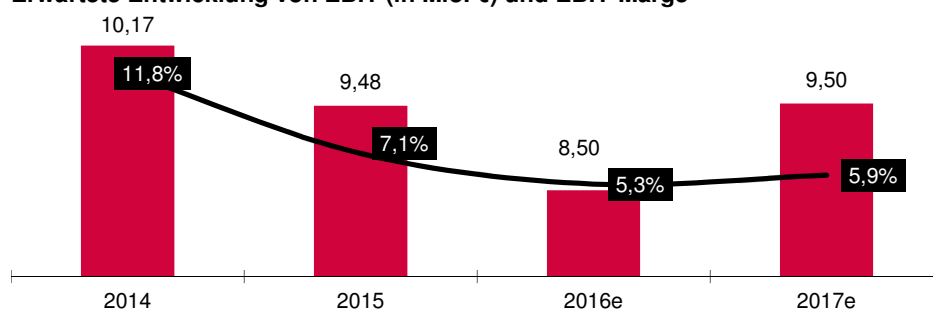
Quelle: Ludwig Beck, Berechnungen GBC; \*für 2015 sind bereinigte EBIT-Werte dargestellt

Gemäß Ankündigung des Managements soll der Break-even für WORMLAND frühestens im Jahr 2018 erreicht werden. Noch im Jahr 2014 erwirtschaftete das Unternehmen rund 2 Mio. € Verlust. In 2015 weitete sich dieser z.B. vor dem Hintergrund der Lagerbereinigung im Nachgang der Akquisition nochmals aus. Jedoch wurden bereits in 2015 erhebliche Schritte getan, um das Rentabilitätsniveau von WORMLAND zu verbessern. Dabei wurden etwa bei den Sachkosten Optimierungen vorgenommen und der Einkauf sowie das Lagermanagement verbessert.

Daher gehen wir davon aus, dass der Verlust von WORMLAND bereits in 2016 deutlich reduziert ausfallen wird. Wir rechnen damit, dass ein negativer Beitrag von noch rund 1 Mio. € zu Buche stehen wird. Für 2017 erwarten wir dann eine nochmalige Ergebnisverbesserung auf -0,50 Mio. €, bevor wir in 2018 mit einem ausgeglichenem Ergebnis rechnen.

Auf Konzernbetrachtung dürfte der noch negative Ergebnisbeitrag von WORMLAND zu einem leicht rückläufigen EBIT gegenüber 2015 führen. Wir rechnen mit 8,50 Mio. €, bevor in 2017 dann das Niveau von 9,50 Mio. € mindestens wieder erreicht werden dürfte. Mit der Erwartung eines EBIT von 8,50 Mio. € liegen wir gut in der Prognosespanne des Managements, welches ein EBIT zwischen 8 und 9 Mio. € in Aussicht gestellt hat.

#### Erwartete Entwicklung von EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge



Quelle: Ludwig Beck, Berechnungen GBC; \*für 2014 und 2015 sind zur besseren Vergleichbarkeit bereinigte EBIT-Werte dargestellt

Entsprechend der erhöhten Umsatzerlöse, bei gleichzeitig noch negativen Ergebnisbeiträgen von WORMLAND, wird sich auch die EBIT-Marge in den kommenden Jahren noch deutlich unterhalb der in den vergangenen Jahren erreichten Größenordnungen bewegen. Wir erwarten für 2017 eine EBIT-Marge in Höhe von rund 6 %.

Ergebnisseitig dürfte das Jahr 2018 dann von besonderer Bedeutung sein. Wenn sowohl WORMLAND, als auch der Onlineshop, im besten Falle positive Ergebnisbeiträge liefern, ist zu erwarten, dass die Ergebnisniveaus auch auf Konzernebene eine dynamischere Entwicklung nach oben vollziehen. Damit sollten dann die in den vergangenen Jahren bereits erreichten EBIT-Niveaus von über 11 Mio. € wieder möglich sein. Angesichts der sehr moderaten Zinsbelastung, woran sich voraussichtlich auch in den kommenden Jahren nichts ändern wird, halten wir dann auch wieder Nettoergebnisse von mindestens 7-8 Mio. € für absolut realistisch.

Insgesamt begrüßen wir die Übernahme von WORMLAND und trauen dem Management von Ludwig Beck uneingeschränkt zu, den Turnaround des neuen Segments zügig voranbringen zu können. Wengleich dies die Rentabilität des Konzerns zunächst belastet, sind wir überzeugt, dass die Akquisition mittelfristig sehr wertschöpfend für die Aktionäre sein wird. Auf Grund der soliden finanziellen Situation müssen Aktionäre trotz Übernahme ohnehin nicht auf eine Dividendenausschüttung verzichten. Nicht zuletzt bieten die hohen Immobilienwerte der Ludwig Beck AG ein substanzielles Wertpolster.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die Ludwig Beck AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 32,0 % 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.

Der risikolose Zinssatz wird 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 1,50 %.

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 1,29.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,6 % (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 2017 entspricht als **Kursziel 35,00 €**. Damit belassen wir das bisherige Kursziel unverändert. Auf Grund des Kurspotenzials von aktuell mehr als 10 % behalten wir das Rating KAUFEN unverändert bei.



## DCF-MODELL

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

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	8,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final	
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e		Endwert
in Mio. EUR										
Umsatz (US)	158,99	162,18	167,05	172,06	177,22	182,54	188,02	193,66		
US Veränderung	19,3%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%		2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,50	1,56	1,65	1,75	1,84	1,95	2,05	2,16		
EBITDA	13,00	14,25	16,71	17,21	17,72	18,25	18,80	19,37		
EBITDA-Marge	8,2%	8,8%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%		
EBITA	8,50	9,50	12,03	12,65	13,29	13,93	14,58	15,24		
EBITA-Marge	5,3%	5,9%	7,2%	7,4%	7,5%	7,6%	7,8%	7,9%		8,0%
Steuern auf EBITA	-2,72	-3,04	-3,85	-4,05	-4,25	-4,46	-4,67	-4,88		
zu EBITA	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%		32,0%
EBI (NOPLAT)	5,78	6,46	8,18	8,61	9,03	9,47	9,91	10,37		
Kapitalrendite	5,0%	5,5%	7,1%	7,6%	8,2%	8,7%	9,3%	9,9%		10,4%
Working Capital (WC)	12,14	11,14	11,69	12,04	12,41	12,78	13,16	13,56		
WC zu Umsatz	7,6%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%		
Investitionen in WC	-1,43	1,01	-0,55	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	-0,39		
Operatives Anlagevermögen (OAV)	106,17	103,82	101,14	98,59	96,16	93,83	91,61	89,48		
AFA auf OAV	-4,50	-4,75	-4,67	-4,55	-4,44	-4,33	-4,22	-4,12		
AFA zu OAV	4,2%	4,6%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%		
Investitionen in OAV	-5,57	-2,40	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00		
Investiertes Kapital	118,31	114,95	112,84	110,64	108,56	106,61	104,77	103,04		
EBITDA	13,00	14,25	16,71	17,21	17,72	18,25	18,80	19,37		
Steuern auf EBITA	-2,72	-3,04	-3,85	-4,05	-4,25	-4,46	-4,67	-4,88		
Investitionen gesamt	-7,00	-1,39	-2,55	-2,35	-2,36	-2,37	-2,38	-2,39		
Investitionen in OAV	-5,57	-2,40	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00		
Investitionen in WC	-1,43	1,01	-0,55	-0,35	-0,36	-0,37	-0,38	-0,39		
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Freie Cashflows	3,28	9,81	10,30	10,81	11,11	11,43	11,75	12,09		162,89

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	157,82	159,52
Barwert expliziter FCFs	58,34	52,79
Barwert des Continuing Value	99,48	106,74
Nettoschulden (Net debt)	36,11	30,19
Wert des Eigenkapitals	121,71	129,33
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	121,71	129,33
Ausstehende Aktien in Mio.	3,70	3,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	32,94	<b>35,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,29
Eigenkapitalkosten	8,6%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	2,9%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	<b>7,3%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%
9,9%	37,79	35,39	33,28	31,39	29,71
10,1%	38,80	36,32	34,14	32,20	30,46
10,4%	39,80	37,25	<b>35,00</b>	33,00	31,21
10,6%	40,81	38,18	35,86	33,80	31,96
10,9%	41,82	39,11	36,73	34,60	32,71

## 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 anderen 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,5b,11)**

**§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), 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)