



Researchstudie (Anno)

Ludwig Beck AG



Umsatz und Ergebnis deutlich über aktualisierter Prognose

-

Sukzessive Ergebnis- und Margenverbesserungen in den kommenden Jahren erwartet

Kursziel: 30,50 €

Rating: Halten

WICHTIGER HINWEIS:

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

Ludwig Beck AG^{*5a,5b,11}

Rating: HALTEN
Kursziel: 30,50

Aktueller Kurs: 29,00
6.4.2017 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905
WKN: 519990
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695
Marketcap³: 107,16
Enterprise Value³: 144,82
³ 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:

Matthias Greiffenberger
greiffenberger@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

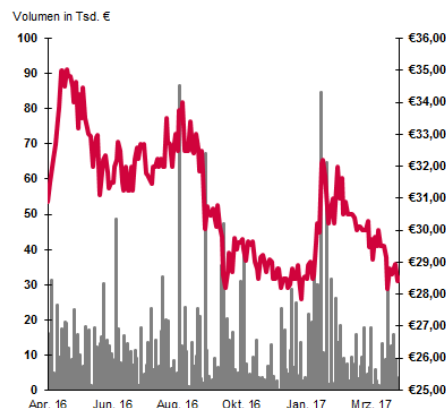
Fokus: Damenbekleidung, Herrenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 892

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	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	158,62	177,13	178,90	180,69
EBITDA	22,33	10,31	10,17	11,17
EBIT	18,32	6,34	6,17	7,27
Jahresüberschuss	15,18	2,88	3,04	3,70

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	4,11	0,78	0,82	1,00
Dividende je Aktie	0,75	0,65	0,65	0,75

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,91	0,82	0,81	0,80
EV/EBITDA	6,48	14,04	14,24	12,97
EV/EBIT	7,91	22,83	23,46	19,93
KGv	7,06	37,21	35,25	28,96
KBV		1,36		

Finanztermine

25.04.2017: Veröffentlichung Q1-Bericht
23.05.2017: Hauptversammlung
25.07.2017: Veröffentlichung HJ-Bericht
24.10.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.10.2016: RS / 30,50 / HALTEN
27.07.2016: RS / 35,00 / HALTEN
27.04.2016: RS / 35,00 / HALTEN
30.03.2016: RS / 35,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im GJ 2016 erzielte Ludwig Beck AG einen Konzernumsatz und -ergebnis, welche deutlich über den zunächst im Herbst 2016 angepassten Prognosen lagen. Nachdem der Konzern mit den Ergebnissen aus dem dritten Quartal die eigene Prognose korrigiert hatte, verlief das vierte Quartal deutlich dynamischer. Nachdem der Münchener Amoklauf und die unpassenden Wetterverhältnisse im Herbst das Konsumklima im Textileinzelhandel angeschlagen hatten, aktualisierte Ludwig Beck die Prognose auf 174 Mio. € im Umsatz, bei einem EBIT zwischen 4-5 Mio. €. Schlussendlich wurde diese Prognose mit 177,13 Mio. € Umsatz und 6,34 Mio. € EBIT deutlich übertroffen.
- Insgesamt konnte der Umsatz im Ludwig Beck-Konzern um 11,7% auf 177,13 Mio. € (VJ: 158,62 Mio. €) gesteigert werden. Der Umsatz reduzierte sich im Segment Ludwig Beck leicht um 2,7%, was dem schwachen dritten Quartal geschuldet war. Gleichzeitig stieg der Umsatz des Segments WORMLAND auf 75,99 Mio. € (VJ: 54,65 Mio. €) an. Diese Entwicklung ist jedoch dem Konsolidierungszeitpunkt im Mai 2015 geschuldet. Wäre WORMLAND das gesamte Jahr 2015 über konsolidiert gewesen, hätte das Segment ebenfalls einen leichten Umsatzrückgang um 6,5% verbucht. Dies ist jedoch nicht nur auf die Umfeldbedingungen zurückzuführen gewesen, sondern auch im Zusammenhang mit der Sortimentsbereinigung und der Filialschließung in Oberhausen zu sehen.
- Ergebnisseitig ist bemerkenswert, dass das Segment Ludwig Beck trotz des leichten Umsatzrückgangs die sehr hohe Nettomarge von 10,1% weiterhin halten konnte. Im traditionell stärksten vierten Quartal zeigten beide Segmente, WORMLAND und Ludwig Beck, dass diese deutlich profitabel operieren können. Darüber hinaus erzielte das Segment Ludwig Beck über alle Quartale hinweg operativ positive bzw. ausgeglichene Ergebnisse.
- Der Ludwig Beck-Konzern konnte bereits vor der WORMLAND-Übernahme beweisen, dass operative Verbesserungen auf höchstem Niveau erreicht werden können, mit stetig steigenden Flächenumsätzen. Wir erwarten, dass Ludwig Beck die Kompetenzen und das Know-how zur operativen Verbesserung auch auf das Segment WORMLAND übertragen kann.
- Für das kommende GJ 2017 erwarten wir eine leichte Umsatzsteigerung auf 178,90 Mio. € (VJ: 177,13 Mio. €) bei einem EBIT von 6,17 Mio. €. Gefolgt von weiteren operativen Verbesserungen im Folgejahr 2018, rechnen wir dann mit Umsatzerlösen von 180,69 Mio. € und einem EBIT von 7,27 Mio. €. Dabei gehen wir auch von einer sukzessiven Margenverbesserung aus.
- Insgesamt sehen wir die WORMLAND-Übernahme als gute Chance. Wir sind zuversichtlich, dass der Turnaround des Segments mittelfristig erzielt werden kann. Daher sollte sich die Übernahme deutlich wertschöpfend für die Aktionäre der Ludwig Beck AG auswirken. Weiterhin sind wir der Meinung, dass die hohe Werthaltigkeit der Immobilie am Marienplatz ein wichtiges Wertpolster darstellt.
- **Im Zuge der Neueinschätzung der Ludwig Beck AG und der Überarbeitung unserer Prognosen im Rahmen des Geschäftsberichts für 2016 bestätigen wir unsere bisherige Einschätzung mit einem fairen Wert in Höhe von 30,50 € je Aktie. Damit behalten wir das Rating HALTEN unverändert bei. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die erheblichen stillen Reserven in der Immobilie am Marienplatz nicht im Kursziel reflektiert sind.**

INHALTSVERZEICHNIS

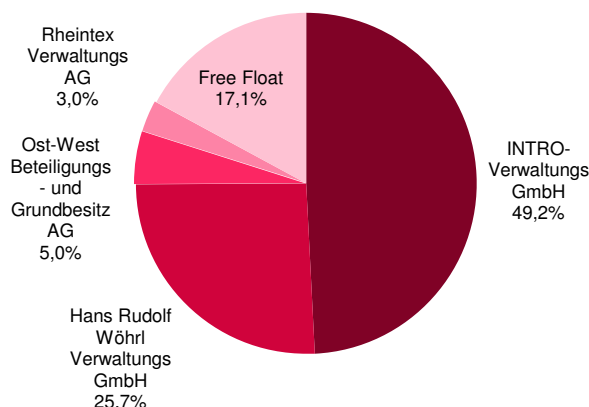
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markt und Marktumfeld	5
Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2016	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle und finanzielle Situation	10
SWOT-Analyse	11
Prognose und Modellannahmen	12
Umsatzprognosen	12
Ergebnisprognosen	13
Bewertung	15
Modellannahmen	15
Bestimmung der Kapitalkosten	15
Bewertungsergebnis	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

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

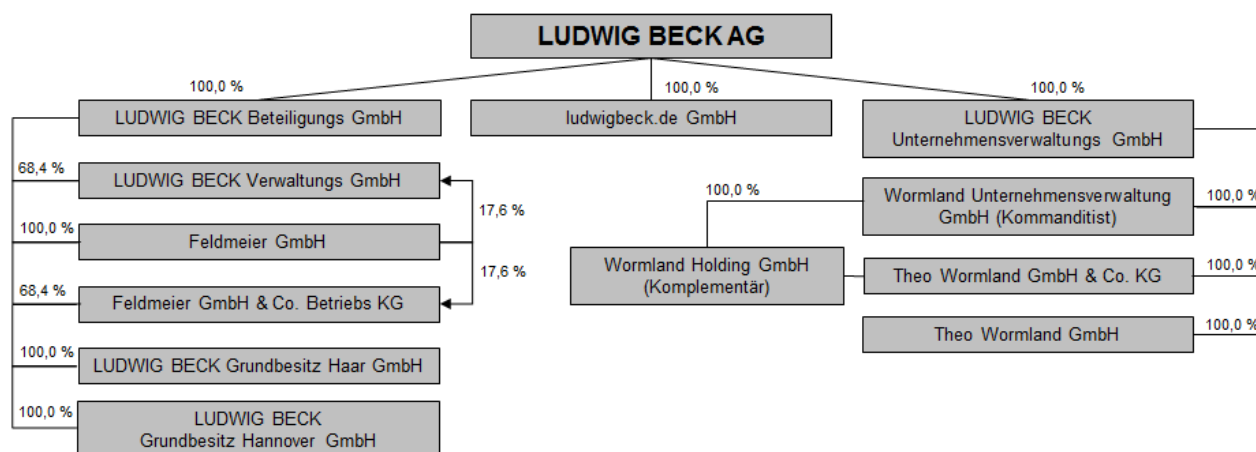


Größter Anteilseigner der Ludwig Beck AG ist Herr Hans Rudolf Wöhrl, dem über die beiden Aktionärinnen Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH und INTRO-Verwaltungs GmbH insgesamt 74,9 % der Stimmrechte zuzurechnen sind. Der Streubesitz der Ludwig Beck AG beläuft sich auf 17,1 %, welcher sich aus über 2.000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



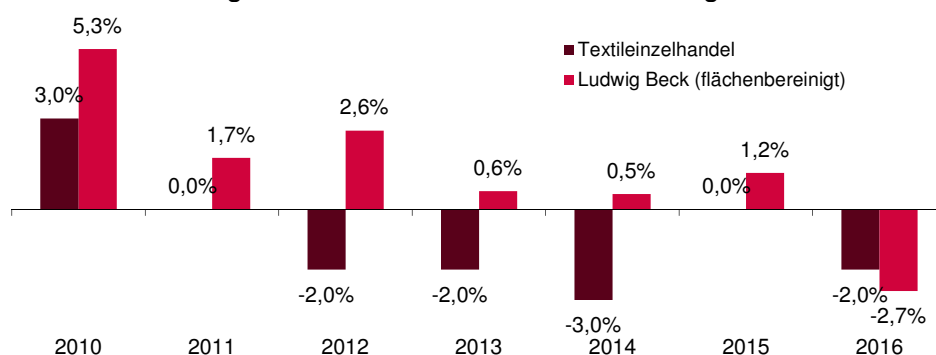
Quelle: Ludwig Beck, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland

Der deutsche Textileinzelhandel entwickelte sich auch im GJ 2016 mit -2,0% einmal mehr rückläufig, nachdem im Vorjahr immerhin eine stabile Entwicklung zu beobachten war. Damit setzte der sich nun seit mehreren Jahren andauernde Abwärtstrend weiter fort. Die Ludwig Beck AG schloss das Jahr 2016 ebenfalls mit einem flächenbereinigten Umsatzrückgang ab, nachdem in den Vorjahren jeweils entgegen dem Markttrend Umsatzsteigerungen erreicht werden konnten. Hintergrund dessen ist unter anderem die in 2015 erfolgte Akquisition von WORMLAND, dessen Integration und Sanierung in 2016 noch andauerte.

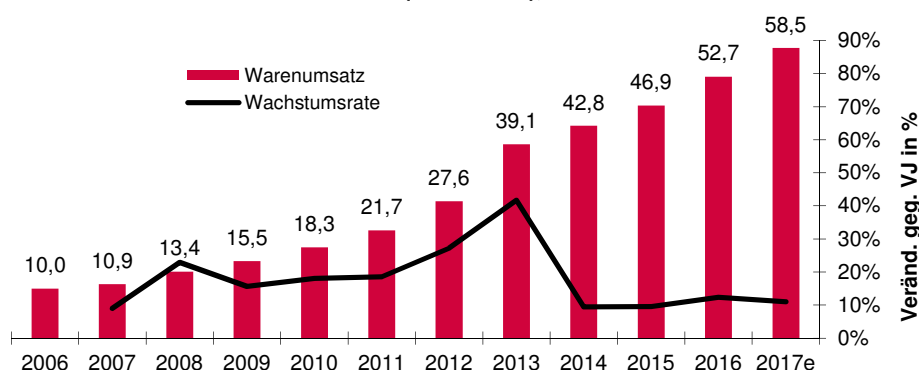
Umsatzveränderung deutscher Textileinzelhandel und Ludwig Beck AG



Quelle: TW-Testclub, Ludwig Beck, GBC

Einer der wesentlichen Faktoren für den seit mehreren Jahren rückläufigen Umsatztrend im stationären Internethandel ist der E-Commerce. Die Wachstumsraten der Warenkäufe über das Internet sind seit Jahren ungebrochen hoch. So legten die Warenumsätze über das Internet in Deutschland auch im Jahr 2016 wieder um 12,4% zu, womit die Wachstumsrate sogar wieder höher ausfiel als in den beiden Vorjahren. Für 2017 geht der Bundesverband E-Commerce und Versandhandel e.V. (bevh) davon aus, dass erneut ein Zuwachs um 11% auf dann 58,5 Mrd. € erreicht wird.

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



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

Umso wichtiger ist es, dass Ludwig Beck auch im Online-Bereich mit einem eigenen Online-Shop für hochwertige Kosmetik eine Positionierung bezogen hat. Die gilt insbesondere deshalb, da der Kosmetikbereich mit 12,7% Zuwachs sogar ein zum Gesamtmarkt überproportionales Wachstum aufwies.

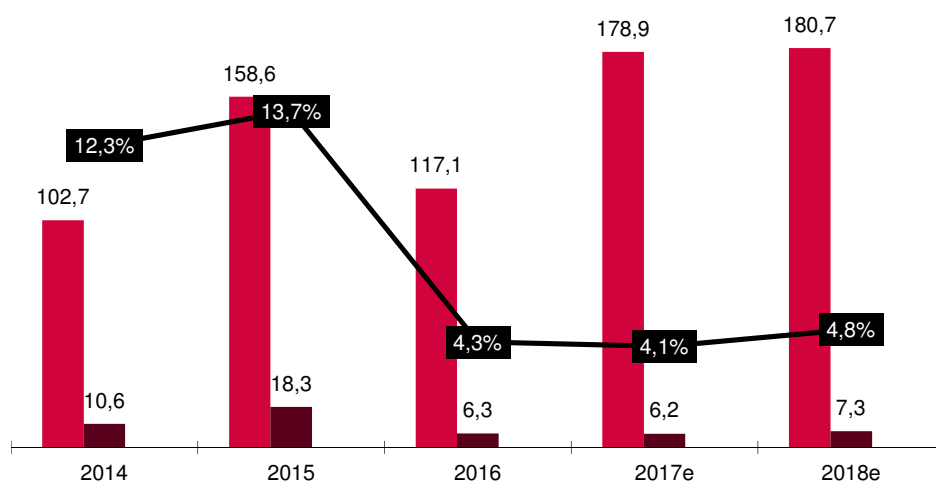
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015		GJ 2016		GJ 2017e		GJ 2018e	
Umsatz (brutto)	158,62	119,0%	177,13	119,0%	178,90	119,0%	180,69	119,0%
Mehrwertsteuer	-25,32	-19,0%	-28,26	-19,0%	-28,56	-19,0%	-28,85	-19,0%
Umsatz (netto)	133,30	100,0%	148,87	100,0%	150,34	100,0%	151,84	100,0%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,03	0,0%	0,16	0,1%	0,00	0,0%	0,00	0,0%
Materialaufwand	-68,84	-51,6%	-77,61	-52,1%	-78,00	-51,9%	-78,20	-51,5%
Rohrertrag	64,48	48,4%	71,42	48,0%	72,34	48,1%	73,64	48,5%
Sonstige betriebliche Erträge	13,35	10,0%	4,21	2,8%	4,00	2,7%	4,00	2,6%
Personalaufwand	-26,43	-19,8%	-30,40	-20,4%	-31,00	-20,6%	-31,60	-20,8%
Abschreibungen	-4,01	-3,0%	-3,97	-2,7%	-4,00	-2,7%	-3,90	-2,6%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-29,07	-21,8%	-34,91	-23,5%	-35,16	-23,4%	-34,88	-23,0%
EBIT	18,32	13,7%	6,34	4,3%	6,17	4,1%	7,26	4,8%
Finanzergebnis	-1,06	-0,8%	-1,13	-0,8%	-1,10	-0,7%	-1,10	-0,7%
EBT	17,26	12,9%	5,22	3,5%	5,07	3,4%	6,16	4,1%
Steuern	-2,09	-1,6%	-2,34	-1,6%	-2,03	-1,3%	-2,47	-1,6%
Konzernjahresüberschuss	15,18	11,4%	2,88	1,9%	3,04	2,0%	3,70	2,4%
EBITDA	22,33		10,31		10,17		11,17	
in % der Umsatzerlöse	16,8%		6,9%		6,8%		7,4%	
EBIT	18,32		6,34		6,17		7,26	
in % der Umsatzerlöse	13,7%		4,3%		4,1%		4,8%	
Ergebnis je Aktie in €	4,11		0,78		0,82		1,00	
Dividende je Aktie in €	0,75		0,65		0,65		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 2016

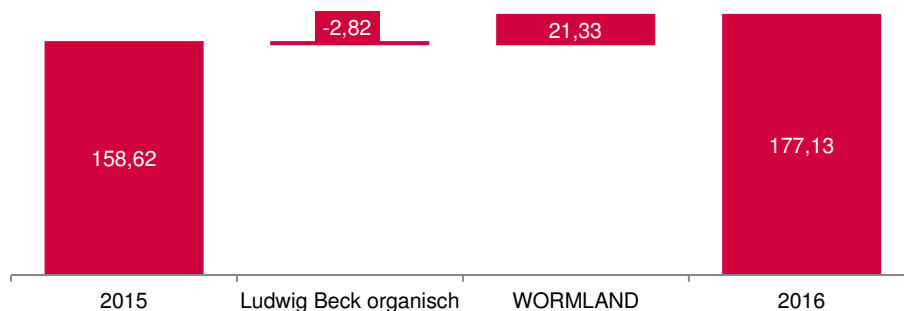
GuV (in Mio. €)	GJ 2015*	Δ zum VJ	GJ 2016
Umsatzerlöse (brutto)	158,62	+11,7%	177,13
EBITDA	22,33	-53,8%	10,31
EBITDA-Marge	16,8%	-9,9 Pp.	6,9%
EBIT	18,32	-65,4%	6,34
EBIT-Marge	13,7%	-9,4 Pp.	4,3%
Jahresüberschuss	15,18	-81,0 %	2,88
EPS in €	4,11	-81,0 %	0,78

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

Umsatzentwicklung

Ludwig Beck erzielte zum Geschäftsjahr 2016 eine Steigerung der Konzern-Umsatzerlöse um 11,7% auf 177,13 Mio. € (VJ: 158,62 Mio. €). Somit wurde die angepasste Prognose vom 25.10.2016 von 174 Mio. € Umsatz übertroffen. Hintergrund dessen war ein unerwartet starkes viertes Quartal, das einen entsprechenden Aufholeffekt zum dritten Quartal darstellte, welches die Textileinzelhandelsbranche insgesamt schwer getroffen hatte. Das schwache dritte Quartal war auch der Grund dafür, dass die Ludwig Beck AG unterjährig zunächst die Prognose angepasst hat. So begann das dritte Quartal sehr verregnet, was wenig Kaufanreize schaffte, gefolgt von zwei Wochen im Herbst mit über 30°C, in denen die Kunden kaum warme Herbstkleidung kauften. Darüber hinaus führte auch der Münchener Amoklauf zu Rückgängen der Kundenfrequenz.

Beiträge zur Umsatzveränderung nach Segmenten (in Mio. €)

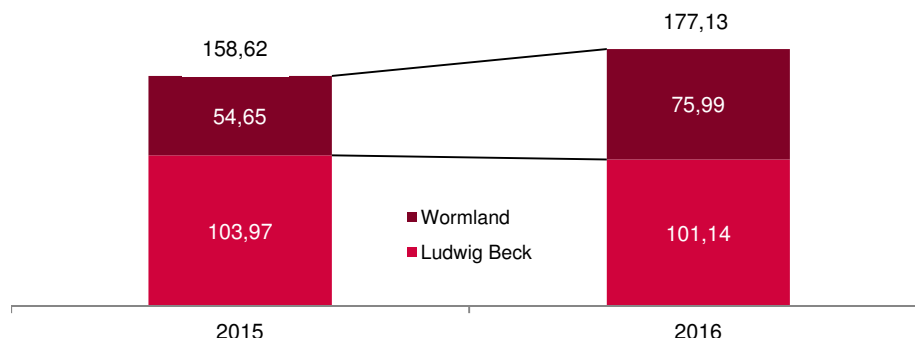


Quelle: Ludwig Beck, GBC

Analog hierzu unterlag die gesamte Branche des Textileinzelhandels in 2016 einem rückläufigen Trend von -2,0%. Auch das Segment Ludwig Beck konnte sich diesen Einflüssen in 2016 nicht entziehen, so dass um -2,82 Mio. € reduzierte Umsatzerlöse im Stammhaus zu verzeichnen waren. Dem gegenüber steht ein vermeintlicher Umsatzanstieg des Segments WORMLAND um 21,33 Mio. €. Jedoch ist diese Entwicklung dem Konsolidierungszeitpunkt der WORMLAND-Gruppe geschuldet, die in 2015 erst ab Mai zum Konzern zählte.

Wäre WORMLAND bereits zum 01.01.2015 konsolidiert gewesen, so wäre im Jahr 2016 ein Umsatzrückgang um 6,5% zu verzeichnen gewesen. Denn, der ganzjährige Umsatz von WORMLAND in 2015 betrug 81,24 Mio. €, war aber aufgrund des Konsolidierungszeitpunktes im Mai nur mit 54,65 Mio. € im Konzernumsatz berücksichtigt. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieser Rückgang nicht ausschließlich durch das schwache Marktumfeld bedingt war, sondern auch die Restrukturierung von WORMLAND eine Rolle gespielt hat. So wurde neben einer generellen Sortimentsbereinigung auch die THEO-Filiale in Oberhausen im Jahresverlauf geschlossen, was sich entsprechend auf die Umsatzentwicklung auswirkte.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



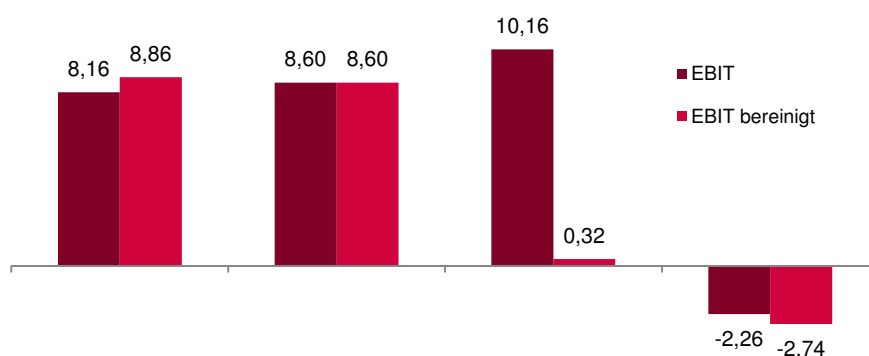
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Ergebnisentwicklung

Insgesamt reduzierte sich das EBIT um -65,4% auf 6,34 Mio. € (VJ: 18,32 Mio. €). Die Ergebnisentwicklung des Vorjahres ist dabei maßgeblich durch Badwill-Erträge aus der WORMLAND-Übernahme geprägt gewesen und bietet somit unbereinigt kaum eine Vergleichbarkeit der beiden Geschäftsjahre. Ungeachtet dessen lag das EBIT mit 6,34 Mio. € deutlich über der Unternehmens-Guidance von 4-5 Mio. €. Hintergrund dieser deutlich dynamischeren Entwicklung war das vierte Quartal, welches einen überraschend starken Umsatz- und Ergebnisbeitrag lieferte. Auch unsere Prognose von 4,78 Mio. € wurde deutlich übertroffen.

Bei den Ergebnissen aus dem Vorjahr gilt es zu beachten, dass es sich hierbei nicht um rein operative Ergebnisse handelte, sondern primär um Erträge im Rahmen der Übernahme von WORMLAND. Die Ergebniseffekte in Höhe von 9,8 Mio. € sollen im Rahmen der Restrukturierung anfallende negative Ergebnisse des Segments WORMLAND auffangen. Weitere 0,48 Mio. € Badwill wurden in 2016 aktiviert.

Entwicklung des um Badwill-Erträge bereinigten EBIT (in Mio. €)



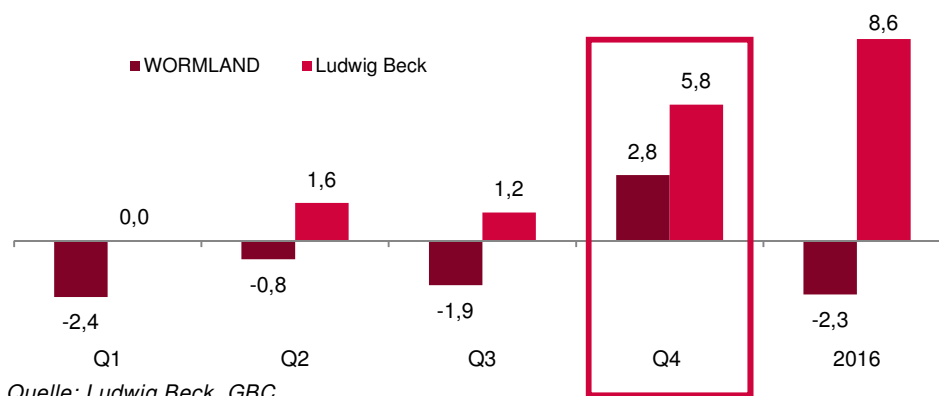
Ludwig Beck 2015 Ludwig Beck 2016 Wormland 2015 Wormland 2016
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Eine Vergleichbarkeit der EBIT-Beträge ist nur unter Betrachtung der um Badwill-Erträge und Akquisitionskosten bereinigten Größen aussagekräftig. Bezogen auf das Segment Ludwig Beck entwickelte sich das bereinigte EBIT parallel zum Nettoumsatz und reduzierte sich leicht von 8,86 Mio. € auf 8,60 Mio. €. Hervorzuheben ist hier, dass es im Segment Ludwig Beck geschafft wurde, die hohe bereinigte EBIT-Marge von 10,1% gegenüber dem Vorjahr stabil zu halten. Somit zeigt sich, dass das Kerngeschäft Ludwig Beck auch im schwierigen Marktumfeld die hohe Marge stabil halten kann. Im Vergleich

hierzu reduzierte sich das bereinigte EBIT des Segments WORMLAND von 0,32 Mio. € auf -2,74 Mio. €. Jedoch ist auch hier der Vergleich nur bedingt aussagekräftig, da das traditionell schwächste Q1 nicht in den Zahlen für 2015 enthalten war, da die Konsolidierung erst im Mai 2015 stattfand. Auch die Belastungen der laufenden Restrukturierung sind bei der Ergebnisentwicklung zu berücksichtigen.

Bei der Betrachtung der Quartale zeigt sich, dass der Textileinzelhandel und auch der Ludwig Beck-Konzern stark vom vierten Quartal abhängig sind. Das Weihnachtsgeschäft liefert den wichtigsten Beitrag zum Gesamtjahresergebnis. Dennoch wurde im Segment Ludwig Beck auch in allen anderen Quartalen 2016 ein positives bzw. ausgeglichenes Ergebnis erzielt, was eine hohe Aussagekraft hinsichtlich der operativen Exzellenz und der Positionierung des Unternehmens hat.

Verteilung des unbereinigten EBIT unter den Quartalen (in Mio. €)



Bei WORMLAND war die Entwicklung noch stärker vom branchentypischen Verlauf geprägt, konnte jedoch auch im Q4 2016 bereits einen guten Ergebnisbeitrag beisteuern. Dennoch müssen noch operative Verbesserungen erzielt werden, damit auch in den übrigen Quartalen eine verbesserte Ertragssituation zum Tragen kommt. Ludwig Beck hat in den vergangenen Jahren bereits mehrfach bewiesen, dass auch auf hohen Niveaus noch operative Verbesserungen erzielt werden können und dass der Flächenumsatz gesteigert werden kann. Wir sind daher zuversichtlich, dass das Management der Ludwig Beck AG das notwendige Know-how besitzt, um vergleichbare Erfolge auch im Segment WORMLAND zu erzielen. Dementsprechend rechnen wir über die kommenden Jahre mit sukzessiven operativen Verbesserungen auch im Segment WORMLAND.

Insgesamt sehen wir den Ludwig Beck-Konzern sehr gut aufgestellt. Das Segment Ludwig Beck beweist, dass es in allen Marktphasen eine hohe Marge generieren kann. Wir erwarten, dass das operative Know-how und die Kompetenzen auch sukzessive auf das Segment WORMLAND übertragen werden können und WORMLAND zukünftig auch positiv zum Unternehmenserfolg beitragen kann.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Eigenkapital	67,25	79,40	78,95
EK-Quote (in %)	60,5%	60,2%	58,9%
Finanzverbindlichkeiten	34,37	37,51	39,22
Liquide Mittel	0,82	2,04	1,55
Nettoverschuldung	33,54	35,47	39,22
Operatives Anlagevermögen	95,58	105,09	106,40
Working Capital	6,15	10,71	11,03

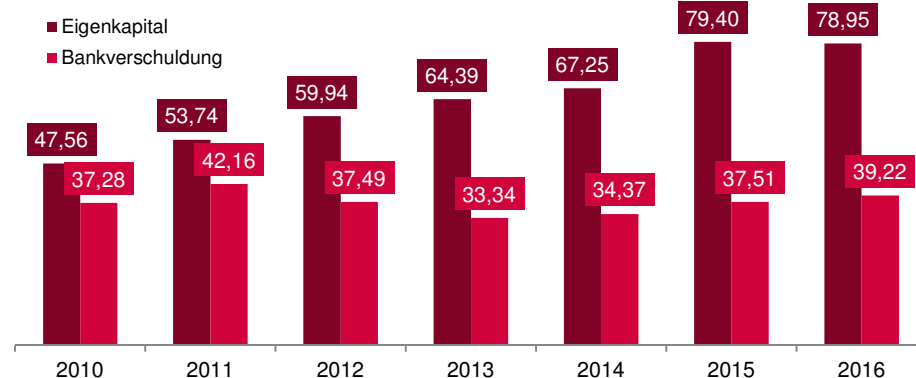
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Auch bilanziell zeigt sich, dass der Ludwig Beck-Konzern gut aufgestellt ist. Ungeachtet der Übernahme von WORMLAND konnte sich das Unternehmen eine sehr hohe Eigenkapitalquote von 58,9% (VJ: 60,2%) bewahren. Das Eigenkapital beeinflussend waren dabei vor allem das positive Konzerngesamtergebnis sowie die Auszahlung für die beschlossene Dividende in Höhe von 0,75 € je Aktie für das GJ 2015.

Die Finanzverbindlichkeiten erhöhten sich auf 39,22 Mio. € (VJ: 37,51 Mio. €). Der Grund hierfür war, wie auch im Vorjahr, eine Sondertilgung eines höherverzinslichen Hypothekendarlehens über 3,0 Mio. €, das über eine zinsgünstigere Kontokorrentlinie gegenfinanziert wurde. Ludwig Beck hat damit die Finanzierungsstruktur weiter optimiert, um so das Ergebnis langfristig zu stärken.

Insgesamt haben sich damit hinsichtlich der bilanziellen Relationen in 2016 keine maßgeblichen Veränderungen ergeben. Eine leichte Erhöhung war beim Working Capital-Bestand zu verzeichnen, der insbesondere im Bereich der Vorräte begründet liegt. Hierbei dürfte WORMLAND zum Anstieg beigetragen haben – etwa auf Grund der neuen Filiale in Nürnberg, welche im Herbst eröffnet wurde.

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



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Gegenwärtig wird die Immobilie am Münchener Marienplatz mit rund 70 Mio. € bilanziert. Hintergrund hierfür ist ein Wertansatz aus dem Jahr 2001, welcher weiterhin unverändert beibehalten wird. Jedoch haben die Immobilienpreise in München seit 2001 um mehr als 50% zugelegt. In Spitzenlagen, wie es der Marienplatz ist, ist von noch drastischeren Wertsteigerungen auszugehen. Dies zu Grunde gelegt, dürften in der Immobilie stille Reserven in signifikanter Höhe liegen. Bei einer aktuellen Marktkapitalisierung von 105 Mio. € dürfte darüber hinaus der aktuelle Börsenwert der Ludwig Beck AG allein durch die Immobilie des Stammhauses mehr als abgedeckt sein. Daher sind wir der Meinung, dass der aktuelle Aktienkurs bei weitem noch nicht die Werthaltigkeit des Konzerns berücksichtigt.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
• 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	• 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 17,1 % findet ein Handel in der Aktie nur in geringen Stückzahlen bzw. Volumina statt • WORMLAND steuert derzeit noch keine positiven Ergebnisbeiträge bei
Chancen	Risiken
• Aktivitäten auf dem Onlinemarkt mit Kosmetikprodukten eröffnet zusätzliches Wachstumspotenzial, da der Online-Einzelhandel derzeit deutlich höhere Wachstumsraten erzielt als der stationäre Handel • Mit dem Erwerb von WORMLAND ist die Ludwig Beck AG in eine neue Umsatzgrößenordnung vorgestoßen und hat sich im Herrensegment einen neuen Wachstumsbereich erschlossen • Durch eine Steigerung der Rentabilität bei WORMLAND über die kommenden Jahre, sollte das Ergebnisniveau mittelfristig signifikant angehoben werden können • Von einem anhaltend starken Konsumklima bzw. einer weiteren Verbesserung sollte Ludwig Beck überproportional profitieren	• Die wichtigen Kundengruppen aus dem russischen und arabischen Raum könnten auf Grund anhaltender Schwächung ihrer Kaufkraft weiterhin nur geringe Umsatzimpulse liefern • Wachsender Online-Handel im Bekleidungsbereich könnte den stationären Textileinzelhandel zunehmend Marktanteile streitig machen • Der Turnaround von WORMLAND könnte sich zeitlich verzögern, so dass eine Ergebnisbelastung länger stattfindet als zunächst geplant • Die Kauflaune der Kunden wird stark von der Wetterlage beeinflusst. Längere Kälte-, Regen- oder Hitzeperioden wirken daher umsatzmindernd

Prognose und Modellannahmen

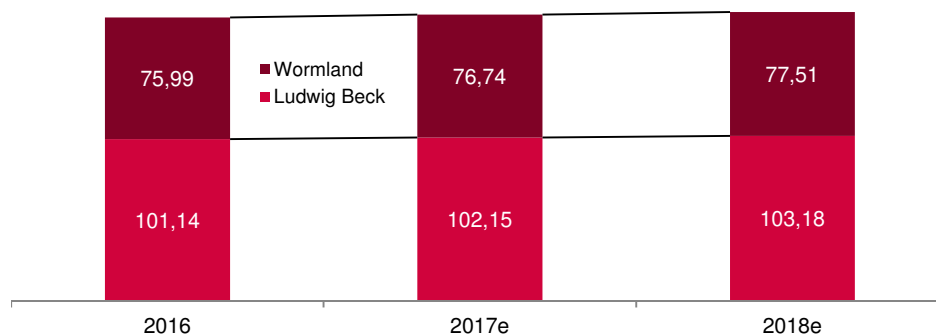
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse (brutto)	177,13	178,90	180,69
EBITDA	10,31	10,17	11,17
EBITDA-Marge	6,9%	6,8%	7,4%
EBIT	6,34	6,17	7,27
EBIT-Marge	4,3%	4,1%	4,8%
Konzernjahresüberschuss	2,88	3,04	3,70
EPS in €	0,78	0,82	1,00

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Wir erwarten, dass im GJ 2017 ein weiterer leichter Umsatzanstieg erzielt wird. Nachdem im GJ 2016 ein Umsatz von 177,13 Mio. € erwirtschaftet wurde, erwarten wir Bruttoumsatzerlöse in Höhe von 178,90 Mio. € für das GJ 2017 und 180,69 Mio. € für das GJ 2018. Hintergrund hierfür ist unsere Erwartung, dass beide Segmente, WORMLAND und Ludwig Beck, jeweils um 1,0% wachsen werden. Mit unserer Prognose liegen wir am oberen Ende der vom Unternehmen kommunizierten Umsatzprognose von 170 bis 180 Mio. €. Entscheidend ist dabei, dass wir auch für WORMLAND einen Zuwachs erwarten, der vor allem wiederum für eine Stabilisierung der Ergebnisseite wichtig ist.

Erwartete Umsatzverteilung (in Mio. €)

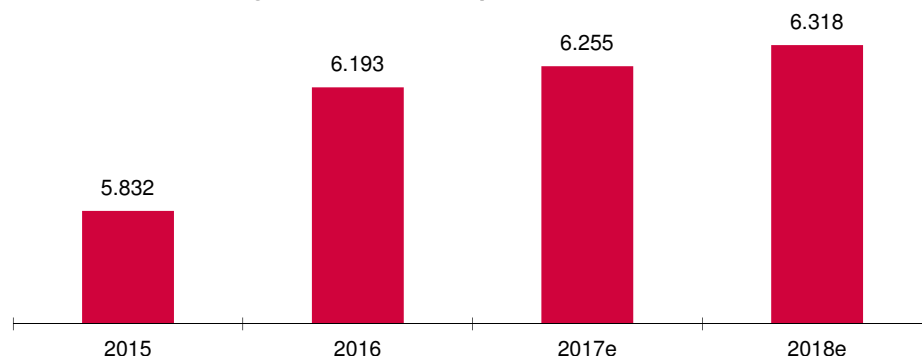


Quelle: GBC

Auch im Segment Ludwig Beck erwarten wir einen sukzessiven Anstieg der Umsatzerlöse. Die positive Konsumstimmung in Deutschland, bei gleichzeitig geringer Arbeitslosigkeit, sollte sich grundsätzlich positiv auf die Konsumbranche auswirken. Das Segment Ludwig Beck profitiert nach wie vor vom einzigartigen Standortvorteil am Münchner Marienplatz, welcher auch in Zukunft einen zentralen Anlaufpunkt für Touristen und Einheimische darstellen wird. Darüber hinaus wird das Online-Geschäft im Bereich der Kosmetik und Beautyprodukte zunehmend einen wichtigen Umsatzbeitrag liefern.

Besonders deutlich wird die operative Stärke von Ludwig Beck bei der Betrachtung des Flächenumsatzes. Historisch betrachtet, konnte Ludwig Beck den Umsatz pro Quadratmeter kontinuierlich steigern. Durch die Übernahme der WORMLAND-Gruppe reduzierte sich das Niveau des durchschnittlichen Flächenumsatzes zwar zunächst, jedoch erwarten wir, dass der historisch positive Trend wieder aufgenommen wird. Die qualitative Ausrichtung und das Know-how, um über Jahre hinweg die Effizienz und die Effektivität zu erhöhen, sollten auch auf WORMLAND übertragbar sein. Folglich erwarten wir, dass zukünftig eine sukzessive Verbesserung des Flächenumsatzes über beide Segmente hinweg erzielt wird. Insbesondere im Segment WORMLAND erwarten wir, dass die neue Filiale in Nürnberg wichtige Wachstumsimpulse liefern wird und dass derzeit noch weniger rentable Filialen entsprechend optimiert werden.

Erwartete Entwicklung der Umsatzerlöse pro m² (in €/m²)

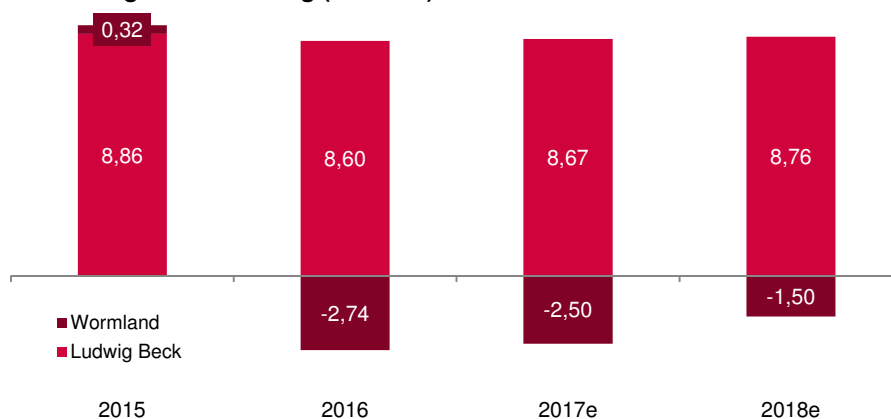


Quelle: GBC

Ergebnisprognosen

Der entscheidende Einflussfaktor für das zukünftige operative Ergebnis ist unseres Erachtens die Entwicklung des Segments WORMLAND. Während sich die Ertragslage im Segment Ludwig Beck als sehr stabil erweist, ist WORMLAND derzeit noch defizitär. In den kommenden Jahren ist allerdings mit weiteren Verbesserungen in beiden Segmenten zu rechnen.

Erwartete Ergebnisverteilung (in Mio. €)



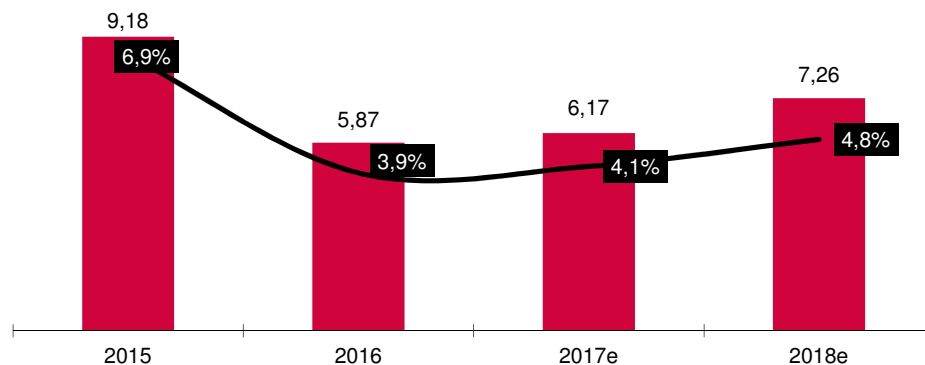
Quelle: Ludwig Beck, GBC; *für 2015 und 2016 sind die bereinigten EBIT-Werte dargestellt

Dabei ist davon auszugehen, dass sich der Optimierungsprozess des WORMLAND-Segments noch über einige Jahre hinziehen wird. Jedoch erwarten wir auch, dass sukzessive Verbesserungen des Segment-Ergebnisses erreicht werden. So rechnen wir für das GJ 2017 noch mit einem Verlust im WORMLAND-Segment in Höhe von 2,50 Mio. €. Im Jahresverlauf 2017 sollten jedoch die ergriffenen Optimierungsmaßnahmen deutlich zu greifen beginnen, so dass wir bereits in 2018 von einem signifikanten Ergebnissprung ausgehen und dann nur noch ein Verlust von 1,50 Mio. € zu Buche schlägt. Die Effekte aus der Schließung der THEO-Filiale sowie die Eröffnung der neuen Filiale in Nürnberg sollten dabei eine entscheidende Rolle spielen. Den Break-even für WORMLAND halten wir für die Jahre 2019, spätestens 2020, für realistisch.

Beim Segment Ludwig Beck erwarten wir, dass die hohe EBIT-Marge von 10,1 %, wie in den Jahren 2015 und 2016, mindestens aufrechterhalten werden kann, auch unter unserer Annahme steigender Umsatzerlöse. Hierbei ist auch zu betonen, dass dies eine konservative Annahme ist und wir es durchaus auch für realistisch halten, dass es im Segment Ludwig Beck gelingt, leicht höhere Margen zu generieren, wenn sich die Umsatzentwicklung entsprechend positiv darstellt.

Insgesamt erwarten wir ergebnisseitig eine operative Verbesserung in beiden Segmenten. Nach einem bereinigten EBIT von 5,87 Mio. € im GJ 2016 gehen wir für das GJ 2017 nun von einem EBIT in Höhe von 6,17 Mio. € aus und für das GJ 2018 erwarten wir ein EBIT in Höhe von 7,27 Mio. €. Für das GJ 2016 liegen wir damit leicht über der vom Management der Ludwig Beck AG ausgegebenen Prognose, welche eine Spanne von 4-6 Mio. € vorsieht. Angesichts der erwartet stabilen Ertragslage im Segment Ludwig Beck und der erwartet leichten Verbesserung bei WORMLAND sollte jedoch die obere Spannweite anvisiert werden können.

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



Quelle: Ludwig Beck, GBC; *für 2015 und 2016 sind zur besseren Vergleichbarkeit bereinigte EBIT-Werte dargestellt

Insgesamt gehen wir von einer kontinuierlichen Verbesserung der EBIT-Marge aus. Mittelfristig halten wir das Erreichen der 6%-Marke beim EBIT wieder für möglich. Der entscheidende Faktor ist unserer Ansicht nach, wie schnell das Segment WORMLAND in die operative Gewinnzone gebracht werden kann. Vor dem Hintergrund der Kompetenzen des Managements des Ludwig Beck-Konzerns erwarten wir aber, dass mittelfristig auch das Segment WORMLAND profitabel arbeiten wird. Auf diesem Wege ist mit sukzessiven Ergebnisverbesserungen zu rechnen. Darüber hinaus bietet die Dividende von 0,65 € je Aktie eine solide Dividendenrendite von 2,3%, wenngleich diese gegenüber dem Vorjahr um 0,10 € reduziert wurde. Weiterhin liefert die Immobilie 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 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 1,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 9,0 % 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 1,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Ludwig Beck AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

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 1,25 % (zuvor: 0,50%).

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 1,06.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,1 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,6 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,6 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als **Kursziel 30,50 €**. Damit belassen wir das bisherige Kursziel unverändert. Auf Grund des Kurspotenzials von aktuell weniger als 10 % behalten wir das Rating HALTEN unverändert bei.

DCF-MODELL

Ludwig Beck AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	1,0%	ewiges Umsatzwachstum	1,0%
EBITDA-Marge	9,0%	ewige EBITA - Marge	6,8%
AFA zu operativen Anlagevermögen	3,7%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	5,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	Endwert
Umsatz (US)	150,34	151,84	153,39	154,95	156,53	158,13	159,74	161,37	
US Veränderung	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,41	1,44	1,48	1,52	1,57	1,61	1,65	1,70	
EBITDA	10,17	11,16	13,81	13,95	14,09	14,23	14,38	14,52	
EBITDA-Marge	6,8%	7,4%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	6,17	7,26	9,90	10,11	10,32	10,53	10,74	10,95	
EBITA-Marge	4,1%	4,8%	6,5%	6,5%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
Steuern auf EBITA	-2,47	-2,91	-3,17	-3,24	-3,30	-3,37	-3,44	-3,50	
zu EBITA	40,0%	40,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	3,70	4,36	6,73	6,88	7,02	7,16	7,30	7,44	
Kapitalrendite	3,2%	3,8%	5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	6,8%	7,1%	7,2%
Working Capital (WC)	9,35	8,31	8,44	8,52	8,61	8,70	8,79	8,88	
WC zu Umsatz	6,2%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Investitionen in WC	1,68	1,04	-0,13	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	106,41	105,51	103,60	101,77	100,00	98,30	96,67	95,09	
AFA auf OAV	-4,00	-3,90	-3,90	-3,83	-3,77	-3,70	-3,64	-3,58	
AFA zu OAV	3,8%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
Investitionen in OAV	-4,01	-3,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	115,76	113,82	112,04	110,29	108,61	107,00	105,45	103,97	
EBITDA	10,17	11,16	13,81	13,95	14,09	14,23	14,38	14,52	
Steuern auf EBITA	-2,47	-2,91	-3,17	-3,24	-3,30	-3,37	-3,44	-3,50	
Investitionen gesamt	-2,32	-1,96	-2,13	-2,09	-2,09	-2,09	-2,09	-2,09	
Investitionen in OAV	-4,01	-3,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	1,68	1,04	-0,13	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,38	6,30	8,51	8,62	8,70	8,77	8,85	8,93	140,27

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	142,71	144,44
Barwert expliziter FCFs	47,04	43,39
Barwert des Continuing Value	95,67	101,05
Nettoschulden (Net debt)	34,52	31,72
Wert des Eigenkapitals	108,20	112,71
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	108,20	112,71
Ausstehende Aktien in Mio.	3,70	3,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	29,28	30,50

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,06
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	2,9%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,6%

Kapitalrendite	WACC				
	5,0%	5,3%	5,6%	5,9%	6,2%
6,7%	33,07	30,52	28,31	26,38	24,67
7,0%	34,38	31,71	29,41	27,39	25,61
7,2%	35,68	32,91	30,50	28,40	26,55
7,5%	36,99	34,10	31,60	29,42	27,49
7,7%	38,29	35,29	32,70	30,43	28,43

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 Studienerstellung 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, Kristian Bauer, Email: bauer@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:

Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst

Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

Weitere an der Erstellung der Studie beteiligte Personen:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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