



Researchstudie (Anno)

Ludwig Beck AG



Weiterhin sehr hohe Umsatz- und Ergebnisniveaus

-

**Durch operative Verbesserungen des Segments WORMLAND
sollten mittelfristig deutlich höhere Margen erreicht werden**

Kursziel: 34,75 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17**

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

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

Rating: 34,75
Kursziel: Kaufen

Aktueller Kurs: 27,60
04.04.2018 16:02 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905
WKN: 519990
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695
Marketcap³: 102,72
Enterprise Value³: 136,61
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

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

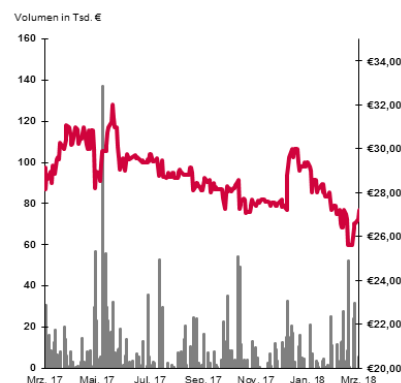
Fokus: Damenbekleidung, Herrenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 874

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	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	177,13	173,21	174,50	175,00
EBITDA	10,31	10,93	10,59	11,47
EBIT	6,34	6,46	6,49	7,57
Jahresüberschuss	2,88	3,26	3,35	4,00

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,78	0,88	0,91	1,08
Dividende je Aktie	0,65	0,65	0,65	0,70

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,00	0,79	0,79	0,78
EV/EBITDA	13,66	12,54	12,95	11,96
EV/EBIT	22,21	21,23	21,13	18,11
KGv	35,85	31,67	30,82	25,81
KBV		1,30		

Finanztermine

25.04.2018: Veröffentlichung Q1-Bericht
15.05.2018: Hauptversammlung
25.07.2018: Veröffentlichung HJ-Bericht
24.10.2018: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.10.2017: RS / 30,50 / HALTEN
27.07.2017: RS / 30,50 / HALTEN
25.04.2017: RS / 30,50 / HALTEN
06.04.2017: RS / 30,50 / HALTEN
27.10.2017: RS / 30,50 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 erwirtschaftete der Konzern LUDWIG BECK AG Umsatzerlöse in Höhe von 173,21 Mio. € (VJ: 177,13 Mio. €). Somit wurde ein ähnlicher Umsatzrückgang (-2,2%) wie vom Gesamtmarkt des deutschen stationären Einzelhandels verbucht (-2,0%). Insofern lagen die Umsatzerlöse im Rahmen der unternehmenseigenen Prognose von 170-180 Mio. €. Hauptursächlich für diese Entwicklung ist weiterhin das herausfordernde Marktumfeld. Durch die Online-Konkurrenz sind jedoch laut Handelsverband Deutschland insbesondere die kleineren Fachhändler betroffen und weniger die großen Handelsketten. Dieser Transformationsprozess führt gleichzeitig dazu, dass große Marktteilnehmer wie LUDWIG BECK von dieser Entwicklung lang-mittelfristig profitieren sollten.
- Ergebnisseitig steigerte das Unternehmen das EBIT um 1,8% auf 6,46 Mio. € (VJ: 6,34 Mio. €). Hierzu trug insbesondere das Segment LUDWIG BECK bei, welches das EBIT um 3,3% auf 8,89 Mio. € steigern konnte (VJ: 8,60 Mio. €). Dies zeigt die hohe Kostendisziplin und Effizienzsteigerungen die LUDWIG BECK historisch immer wieder erzielen konnte. Weiterhin erreichte das Unternehmen eine deutlich überproportionale Verbesserung des Jahresüberschusses um 13,0% auf 3,26 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €). Hauptursächlich hierfür war die Rückführung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 3,27 Mio. €, welche sich positiv auf das Finanzergebnis ausgewirkt haben. Abermals konnte auch in schwierigen Marktphasen eine gute Performance vorgewiesen werden.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2018 erwarten wir Umsatzerlöse in Höhe von 174,50 Mio. €, bzw. 175,00 Mio. € in 2019. Mit unseren Erwartungen liegen wir im Rahmen der unternehmenseigenen Guidance von 170-180 Mio. €. Unseres Erachtens werden die Umsätze zukünftig auf einem sehr hohen Niveau bleiben und langsam ansteigen. Hintergrund dieser Entwicklung ist nach wie vor das herausfordernde Marktumfeld sowie die zukünftige Entwicklung von WORMLAND.
- Auch die zukünftige Ergebnisentwicklung ist maßgeblich durch die Entwicklung von WORMLAND geprägt, denn das Segment LUDWIG BECK liefert äußerst zuverlässig hohe Umsätze- und Ergebnisbeiträge. Gegenwärtig ist das Segment WORMLAND jedoch noch nicht profitabel und reduziert so das Konzernergebnis. Laut Management sollte das Segment WORMLAND in den nächsten 2-4 Jahren Break-even erreichen und somit zu einer dynamischen Ergebnisverbesserung beitragen. Wir erwarten, dass der Konzern LUDWIG BECK im Jahr 2018 6,49 Mio. € EBIT erzielt und diese dann deutlich um 16,7% auf 7,57 Mio. € im Jahr 2019 verbessern sollte. Hintergrund für diese Entwicklung ist die geringe Belastung durch das Segment WORMLAND.
- **Wir gehen davon aus, dass der Konzern LUDWIG BECK das operative Knowhow aus dem Segment LUDWIG BECK auf das Segment WORMLAND sukzessive übertragen kann und so in den nächsten 2-4 Jahren den Breakeven im Segment WORMLAND erreichen kann. Dies würde zu einer deutlichen Konzern-Ergebnisverbesserung führen. Langfristig sollte auch das Segment WORMLAND einen positiven Ergebnisbeitrag liefern, was zu deutlichen Margenverbesserungen führen sollte. Auf Basis unseres DCF-Modells haben wir ein Kursziel von 34,75 € je Aktie ermittelt und vergeben bei dem aktuellen Aktienkurs von 27,60 € das Rating KAUFEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

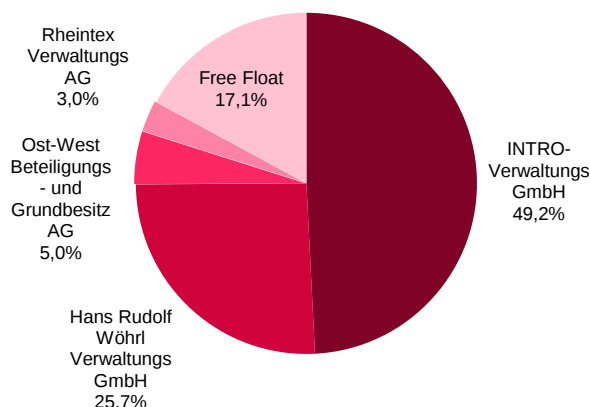
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markt und Marktumfeld	5
Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	6
Kennzahlen im Überblick	6
Geschäftsentwicklung 2017	7
Umsatzentwicklung	7
Ergebnisentwicklung	8
Bilanzielle 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 Wöhl Verwaltungs GmbH	25,7 %
Ost-West Beteiligungs- und Grundbesitz AG	5,0 %
Rheintex Verwaltungs AG	3,0 %
Streubesitz	17,1 %
Summe	100,0 %

Quelle: Ludwig Beck, GBC

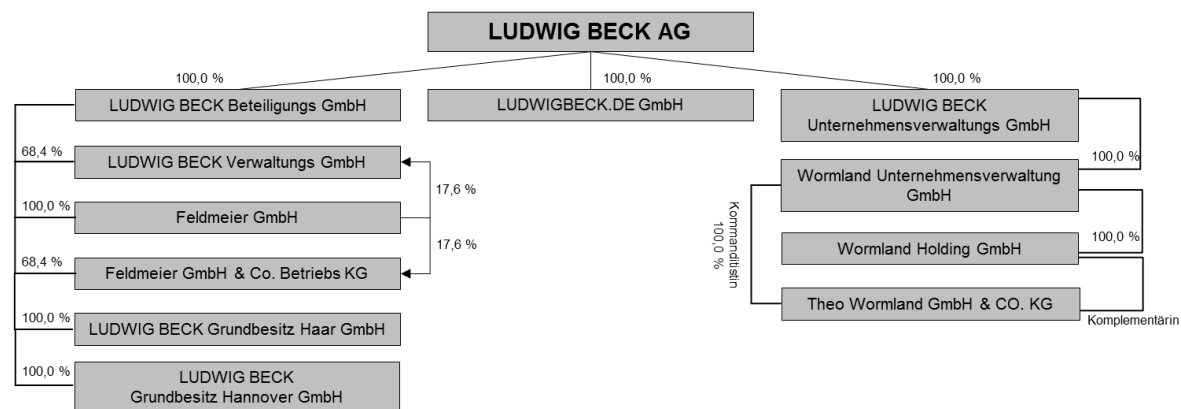


Größter Anteilseigner der Ludwig Beck AG ist Herr Hans Rudolf Wöhl, dem über die beiden Aktionärinnen Hans Rudolf Wöhl Verwaltungs GmbH und INTRO-Verwaltungs GmbH insgesamt 74,9 % der Stimmrechte zuzurechnen sind. Der Streubesitz der Ludwig Beck AG beläuft sich auf 17,1 %, welcher sich aus über 2.000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



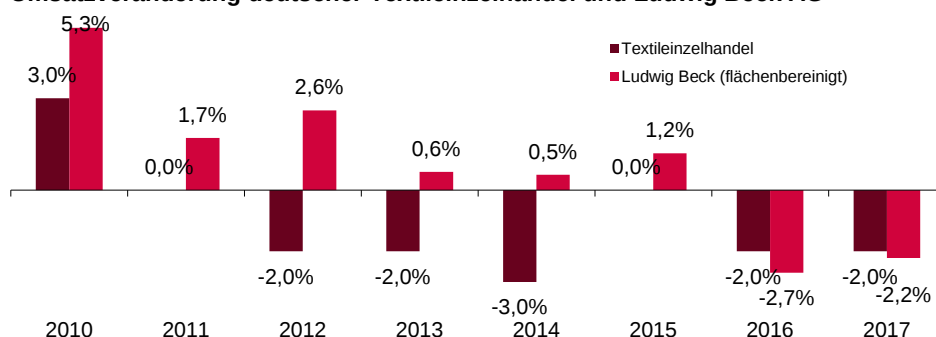
Quelle: Ludwig Beck, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland

Der Konsumklima-Index der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) stieg im Februar 2018 um 0,2 auf 11,0 Punkte und erzielte so den höchsten Wert seit Oktober 2001. Die sinkende Arbeitslosigkeit und eine überaus hohe Anzahl an offenen Stellen soll das Konsumverhalten positiv beeinflussen. Dennoch entkoppelte sich der deutsche Textileinzelhandel von dieser Entwicklung und verzeichnete einen Umsatzrückgang von 2,0%. Dabei sah es nach 9 Monaten, mit dem Rekordmonat September (lt. TW-Testclub) mit dem größten Umsatzwachstum der Geschichte, nach einer Stabilisierung des Marktes aus. Diese Erwartung konnte nach einem schwächeren Weihnachtsgeschäft, bedingt durch unvorhersehbare Wetterbedingungen, nicht erfüllt werden.

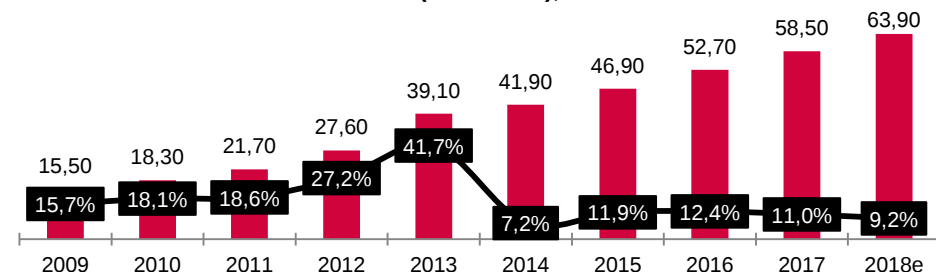
Umsatzveränderung deutscher Textileinzelhandel und Ludwig Beck AG



Quelle: TW-Testclub, Ludwig Beck, GBC

Hauptsächlich für den rückläufigen stationären Einzelhandel ist nach wie vor das starke Online-Geschäft. Dennoch zeigt sich hier vermehrt, dass durch diese Entwicklung vornehmlich die kleineren Fachhandelsgeschäfte betroffen sind und die Schere zwischen Klein und Groß weiter auseinander geht. Dieser massive Strukturwandel führt dazu, dass sich zunehmend kleinere Wettbewerber aus dem Markt des stationären Einzelhandels zurückziehen, während die großen Marktteilnehmer hiervon profitieren. Dennoch ergeben sich durch diesen Umbruch auch zunehmend Herausforderungen für größere Marktteilnehmer, da kleine bis mittlere Einzelhändler zum Teil zu aggressive Preisstrategien betreiben.

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



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

Einerseits ist LUDWIG BECK mit dem eigenen Online-Shop gut gewappnet für die Zukunft. Andererseits zählt LUDWIG BECK zu den größten Marktteilnehmern mit dem weltbekannten Stammhaus in München und den 15 WORMLAND Filialen in deutschen Großstädten. Insgesamt sollte LUDWIG BECK somit von dieser Markttransformation langfristig profitieren und ist auch durch die hohe Profitabilität in schwierigen Marktphasen sehr gut aufgestellt.

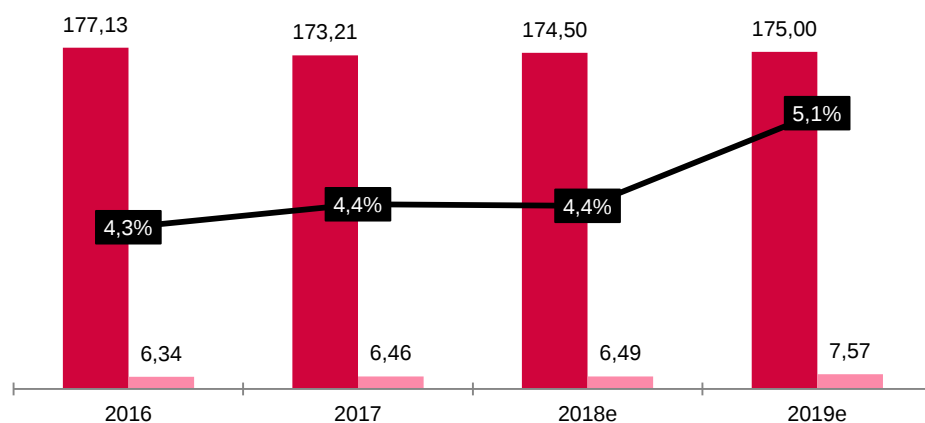
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2016		GJ 2017		GJ 2018e		GJ 2019e	
Umsatz (brutto)	177,13	11,7%	173,21	119,0%	174,50	0,8%	175,00	0,3%
Mehrwertsteuer	-28,26	11,6%	-27,64	-19,0%	-27,86	0,8%	-27,94	0,3%
Umsatz (netto)	148,87	11,7%	145,57	100,0%	146,64	0,7%	147,06	0,3%
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,16	520,0%	0,00	0,0%	0,00		0,00	
Materialaufwand	-77,61	12,7%	-75,92	-52,2%	-76,21	0,4%	-76,05	-0,2%
Rohhertrag	71,42	10,8%	69,65	47,8%	70,43	1,1%	71,01	0,8%
Sonstige betriebliche Erträge	4,21	-68,5%	4,88	3,4%	4,50	-7,8%	4,50	0,0%
Personalaufwand	-30,40	15,0%	-29,34	-20,2%	-30,00	2,3%	-30,00	0,0%
Abschreibungen	-3,97	-1,1%	-4,47	-3,1%	-4,10	-8,4%	-3,90	-4,9%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-34,91	20,1%	-34,26	-23,5%	-34,34	0,2%	-34,04	-0,9%
EBIT	6,34	-65,4%	6,46	4,4%	6,49	0,5%	7,57	16,6%
Finanzergebnis	-1,13	6,3%	-0,91	-0,6%	-0,90	-0,9%	-0,90	0,0%
EBT	5,22	-69,8%	5,55	3,8%	5,59	0,7%	6,67	19,3%
Steuern	-2,34	12,1%	-2,29	-1,6%	-2,24	-2,5%	-2,67	19,3%
Konzernjahresüberschuss	2,88	-81,0%	3,26	2,2%	3,35	3,0%	4,00	19,3%
EBITDA	10,31		10,93		10,59		11,47	
in % der Umsatzerlöse	6,9%		7,5%		7,2%		7,8%	
EBIT	6,34		6,46		6,49		7,57	
in % der Umsatzerlöse	4,3%		4,4%		4,4%		5,1%	
Ergebnis je Aktie in €	0,780		0,882		0,908		1,083	
Dividende je Aktie in €	0,65		0,65		0,65		0,70	
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, GBC

Geschäftsentwicklung 2017

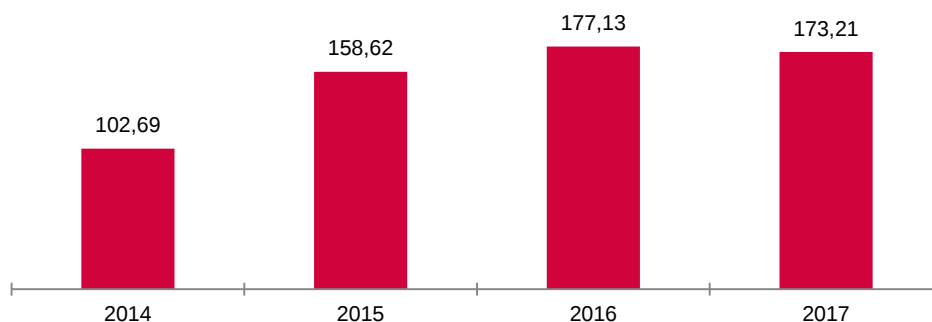
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse (Brutto)	158,62	177,13	173,21
Umsatzerlöse (Netto)	133,30	148,87	145,57
EBITDA	22,33	10,31	10,93
EBITDA-Marge	16,8%	6,9%	7,5%
EBIT	18,32	6,34	6,46
EBIT-Marge	13,7%	4,3%	4,4%
Jahresüberschuss	15,18	2,88	3,26
EPS in €	4,11	0,78	0,88

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzentwicklung

Der Konzern LUDWIG BECK hat im angelaufenen Geschäftsjahr 2017 Brutto-Umsatzerlöse in Höhe von 173,21 Mio. € (VJ: 177,13 Mio. €) erzielt. Somit reduzierten sich die Brutto-Umsatzerlöse um 2,2% und verhalten sich analog zum Gesamtmarkt des stationären Einzelhandels, welcher ebenfalls um rund 2,0% zurückging. Die Umsatzerlöse lagen im Rahmen der unternehmenseigenen Prognose von 170,00 bis 180,00 Mio. €.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

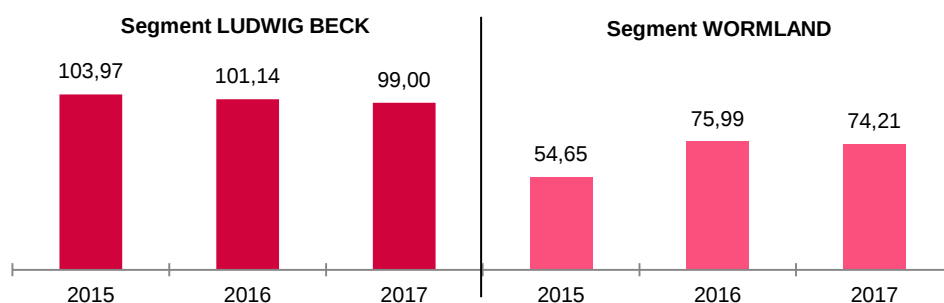
Hauptursächlich für diese Entwicklung waren zwei Faktoren. Zum einen der massive Strukturwandel zwischen Einzelhandel und e-Commerce und zum anderen antizyklische Wetterentwicklungen. Wie bereits im Abschnitt 'Markt und Marktumfeld' zum Teil beschrieben gewinnt der e-Commerce Sektor weitere Marktanteile und verzeichnet seit vielen Jahren dynamische Wachstumsraten. Jedoch wird durch den Online-Handel der Einzelhandel nicht gleichermaßen getroffen. So wird zunehmend deutlich, dass insbesondere größere Handelsketten und Fachhändler die gute Konsumstimmung nutzen können und hiervon profitieren. Gleichzeitig werden vornehmlich kleinere stationäre Einzelhändler durch den Online-Wettbewerb zunehmend verdrängt. Somit weitet sich die Schere zwischen dem kleinen und dem großen stationären Einzelhandel. Somit sollte LUDWIG BECK langfristig von dem Trend des e-Commerce profitieren, da nur die größeren Marktteilnehmer im stationären Einzelhandel langfristig bestehen sollten. Dennoch belastet dieser Neuformierungsprozess das Geschäft, da besonders aggressive Geschäftspraktiken in einem Schrumpfmärkte von einzelnen Teilnehmern angewandt werden. Langfristig sollten sich die kleineren Teilnehmer jedoch aus dem Markt zurückziehen und hierdurch sogar Wachstumschancen für größere Marktteilnehmer wie z.B. den Konzern LUDWIG BECK schaffen.

Ein maßgeblicher Faktor für den stationären Einzelhandel sind die Wetterbedingungen. Da insbesondere im Modesegment die saisonalen Waren dem erwarteten Wetter angepasst sind und nur bei einem entsprechenden Klima attraktiv sind. So werden beispiels-

weise in warmen Wintermonaten weniger Winterartikel abgesetzt, wie auch kalte Sommermonate den Modehandel vor Herausforderungen stellen. Das Jahr 2017 war durch ein deutlich antizyklisches Wetterverhalten geprägt und auf Monatssicht verzeichnete der Markt der stationären Einzelhändler in 9 von 12 Monaten in 2017 einen Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr. Besonders stark wurde in diesem Zusammenhang die Branche von dem vergleichsweise schwachen Dezember getroffen, denn im Einzelhandel ist insbesondere das Weihnachtsgeschäft der wichtigste Umsatz- und Ergebnislieferant.

Unter den beschriebenen Bedingungen ist das erzielte Umsatzniveau als durchaus gut anzusehen. Zudem hat der Konzern LUDWIG BECK die aktuelle Marktlage selbst sehr gut identifiziert und hat neben einem eigenen Online-Shop auch eine Vermarktungs- und Erlebnisoffensive im Bereich Einzelhandel gestartet.

Beiträge zur Umsatzveränderung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Segmentseitig verteilte sich die Entwicklung sehr ähnlich, wobei hier das Segment WORMLAND mit 2,3% Umsatzrückgang auf 74,21 Mio. € (VJ: 75,99 Mio. €) einen leicht stärkeren Effekt zu verzeichnen hatte als das Segment LUDWIG BECK mit 2,1% auf 99,00 Mio. € (VJ: 101,14 Mio. €). Hier zeigt sich, dass der Konzern LUDWIG BECK bereits deutliche Erfolge bei der Restrukturierung des in 2015 übernommenen und damals defizitären Unternehmens WORMLAND erzielt hat.

Ergebnisentwicklung

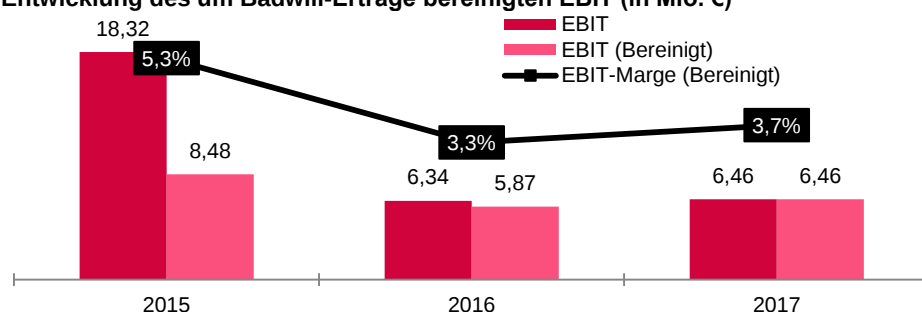
Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 konnte das Ergebnis, trotz der leicht rückläufigen Umsatzentwicklung, gesteigert werden. So erhöhte sich das EBIT um 1,8% auf 6,46 Mio. € (VJ: 6,34 Mio. €) und der Jahresüberschuss sogar um 13,1% auf 3,26 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €). Das gute Ergebnis übererfüllte die konzerneigene EBIT-Prognose von 4,00 bis 6,00 Mio. €. Somit ist das Unternehmen weiterhin gut profitabel und konnte die bereinigte EBIT-Marge von 3,3% auf 3,7% verbessern.

Um die historische Entwicklung der Erträge zu verstehen, muss die Akquisition der damals defizitären WORMLAND Gruppe durch LUDWIG BECK im Geschäftsjahr 2015 betrachtet werden. Für diese Akquisition erhielt LUDWIG BECK in 2015 eine Einmalzahlung in Höhe von 9,84 Mio. €, sowie weitere Zahlungen über 0,48 Mio. € in 2016. Hintergrund dieses negativen Kaufpreises war die Geschäftslage von WORMLAND. So erforderte WORMLAND maßgebliche Restrukturierungsmaßnahmen. Dennoch ist der Vorstand zuversichtlich, dass das Segment WORMLAND Break-even erreichen wird, bevor das positive Eigenkapital des Segments aufgebraucht wurde. Dies würde somit einen erfolgreichen Turnaround in 2 bis 4 Jahren bedeuten.

Historisch konnte LUDWIG BECK sukzessive die Margen und auch die Effizienz steigern. So wurde stetige Verbesserungen in den Bereichen Umsatz pro m² und Umsatz

pro Mitarbeiter erreicht. Diese deutlichen Verbesserungen spiegeln sich auch in steigenden EBIT-Margen wider. Das Management konnte entsprechend signifikante Verbesserungen erzielen und konnte trotz des nicht-einfachen Marktumfeldes kontinuierlich mehr Ergebnis erzielen. Ziel der WORMLAND-Übernahme war es auch, die gewonnenen Erkenntnisse aus der Führung von LUDWIG BECK auf das Segment WORMLAND zu übertragen und eine Profitabilität herzustellen.

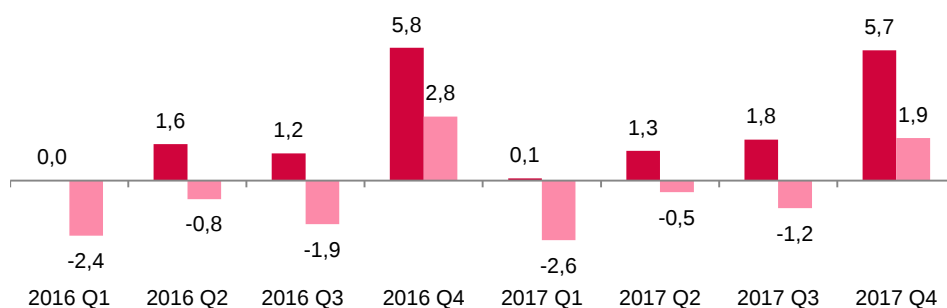
Entwicklung des um Badwill-Erträge bereinigten EBIT (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Die enorme operative Stärke des Segments LUDWIG BECK in Vergleich zum Segment WORMLAND zeigt sich auf der quartalsweisen Betrachtung als auch auf Jahressicht. So konnte das Segment LUDWIG BECK das EBIT um 3,3% auf 8,89 Mio. € steigern (VJ: 8,60 Mio. €) und im gleichen Zeitraum lieferte WORMLAND einen negativen EBIT-Beitrag in Höhe von 2,80 Mio. €. (VJ: 2,74 Mio. €). Auf Quartalsebene zeichnet sich das Segment LUDWIG BECK darüber hinaus auch aus, sogar im schwierigen ersten Quartal entweder eine schwarze Null oder sogar einen leichten Ergebnisbeitrag zu erwirtschaften. Von dieser herausragenden Marktstellung ist das Segment WORMLAND jedoch noch weit entfernt.

Verteilung des unbereinigten EBIT über die Quartale (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Neben der EBIT-Verbesserung erreicht der Konzern zudem eine überproportionale Verbesserung des Jahresüberschusses von 13,0% auf 3,26 Mio. € (VJ: 2,88 Mio. €). Hauptursächlich für die Verbesserung war eine Rückführung von finanziellen Verbindlichkeiten in Höhe von 3,27 Mio. €, welche das Finanzergebnis maßgeblich um 0,22 Mio. € auf -0,91 Mio. € verbesserte (VJ: -1,13 Mio. €). Insgesamt steht der Konzern LUDWIG BECK weiterhin sehr gut da und mit der zukünftigen Verbesserung des Segments WORMLAND sollten langfristig noch deutlichere Ergebnissteigerungen möglich sein.

Bilanzielle und finanzielle Situation

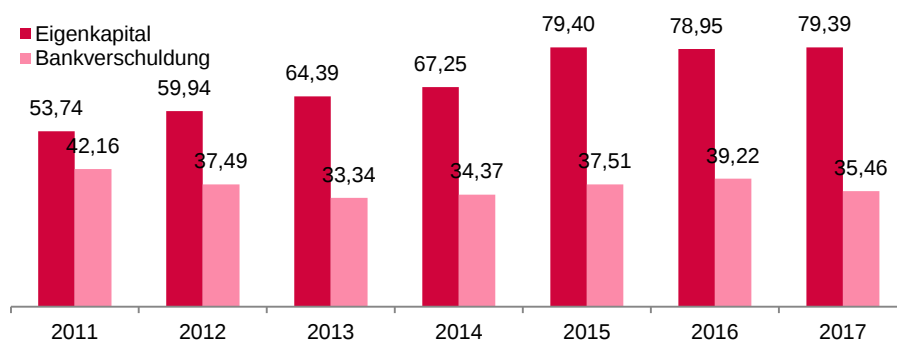
in Mio. €	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Eigenkapital	79,40	78,95	79,39
EK-Quote (in %)	0,60	0,59	0,61
Operatives Anlagevermögen	105,09	106,40	104,41
Working Capital	10,71	11,03	9,55
Net Debt	35,47	37,67	33,89

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Zum 31.12.2017 erhöhte sich das Eigenkapital auf 79,39 Mio. € (31.12.2016: 78,95 Mio. €). Im Wesentlichen trug hierzu das positive Konzernergebnis bei. Dem gegenüber standen Auszahlungen für Dividenden in Höhe von 2,40 Mio. € für 0,65 € Dividende je Aktie. Weiterhin konnten die Finanzverbindlichkeiten von 39,22 Mio. € (2016) auf 35,46 Mio. € (2017) durch den positiven operativen Cashflow reduziert werden. Diese Reduktion der Finanzverbindlichkeiten führte zu dem positiven Effekt eines geringeren negativen Finanzergebnisses in der Gewinn- und Verlustrechnung. Das Unternehmen verfolgt weiterhin den Trend der Entschuldung und kann so stetig das Vorsteuerergebnis verbessern.

Auch sind nur wenige Investitionen notwendig, da die Filialen des Segments WORMLAND und das Stammhaus LUDWIG BECK äußerst modern sind und nur geringen Investitionsbedarf haben. Hierdurch fielen die Abschreibungen (4,47 Mio. €) deutlich höher als die Investitionen (-2,43 Mio. €) aus.

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



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Die Bilanz ist stark durch den Immobilienbesitz geprägt. Hier liefert das Stammhaus LUDWIG BECK einen maßgeblichen Wertbeitrag zur Gesamtbilanz. Zurzeit stehen die Sachanlagen mit 99,31 Mio. € (VJ: 101,16 Mio. €) in der Bilanz. Seit dem Erwerb der Immobilie in München sind die Bodenrichtwerte jedoch deutlich gestiegen. Während die Bodenrichtwerte im Jahr 2000 noch bei 45.000 € pro m² lagen, erhöhten sich diese in 2014 auf 85.000 € pro m². Vor dem Hintergrund der Immobilienpreisentwicklung in München ist davon auszugehen, dass sich die Bodenrichtwerte bis 2017 noch weiter erhöht haben. Der Wertansatz von 2001 des Stammhauses in München wurde bis zum 31.12.2017 unverändert in der Bilanz beibehalten, was signifikante stille Reserven bedeuten würde.

Vor dem Hintergrund des deutlichen Anstiegs der Bodenrichtwerte gehen wir davon aus, dass allein der Immobilienwert signifikant über der aktuellen Marktkapitalisierung der Gesellschaft liegt und hohe stille Reserven birgt.

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

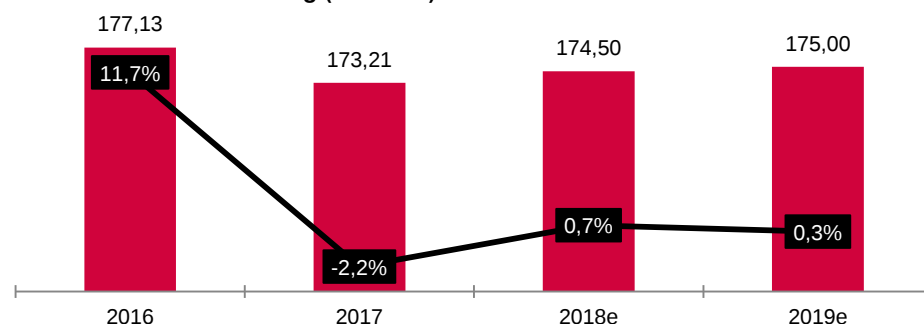
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse (Brutto)	173,21	174,50	175,00
Umsatzerlöse (Netto)	145,57	146,64	147,06
EBITDA	10,93	10,59	11,47
EBITDA-Marge	7,5%	7,2%	7,8%
EBIT	6,46	6,49	7,57
EBIT-Marge	4,4%	4,4%	5,1%
Jahresüberschuss	3,26	3,35	4,00
EPS in €	0,88	0,91	1,08

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Für das kommende Geschäftsjahr 2018 erwarten wir einen Netto-Umsatz in Höhe von 174,50 Mio. € (VJ: 173,21 Mio. €) bzw. 175,00 Mio. € in 2019. Mit unseren Erwartungen liegen wir im Rahmen der unternehmenseigenen Prognose von 170,00 Mio. € bis 180,00 Mio. € Brutto-Umsatz. Abzüglich der 19% Mehrwertsteuer würde dies einer Netto-Umsatz Guidance von 142,86 Mio. € bis 151,26 Mio. € entsprechen. Folglich liegt unsere Netto-Umsatzschätzung bei 146,64 Mio. € für 2018. Hauptursächlich für diese konservative Guidance sollte das weiterhin herausfordernde Marktumfeld sein, welches auch durch die zunehmende Konkurrenz aus dem Internet belastet ist. Hinzu kommt, dass die ersten Marktindikatoren für das laufende Jahr 2018 vergleichsweise schwach ausgefallen sind. So wurde durch den TW-Testclub dem deutschen stationären Modehandel ein positiver Jahresauftakt attestiert mit +3% im Januar im Vergleich zu -7% in 2017. Der Februar verbuchte jedoch -4% nach einem Vorjahresergebnis von -9%. Dieser liefert Grund zur Annahme, dass das erste Quartal voraussichtlich keine positive Überraschung mit sich bringt. Jedoch heißt dies nicht, dass das wichtige vierte Quartal, in dem der meiste Umsatz erzielt wird, kein großer Erfolg werden könnte. Insgesamt erwarten wir, dass das sehr hohe Umsatzniveau von LUDWIG BECK weiter gehalten werden kann und auch ein leichtes Wachstum zu verzeichnen ist.

Erwartete Umsatzverteilung (in Mio. €)

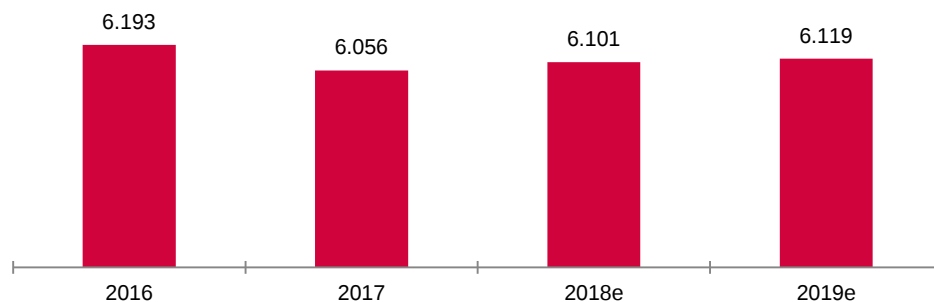


Quelle: GBC

Im Segment LUDWIG BECK rechnen wir mit einem sukzessiven Umsatzanstieg von jeweils 1% pro Jahr. LUDWIG BECK sollte insbesondere von der guten Konsumstimmung profitieren und ist auch ein Hauptanlaufpunkt in der Münchner Innenstadt. Die zentrale Lage in der Innenstadt ist für Einheimische äußerst attraktiv und zieht auch viele Touristen an. Darüber hinaus konnte LUDWIG BECK schon in der Vergangenheit stetig Effizienz-Verbesserungen erzielen und so den Umsatz pro Mitarbeiter sowie den Umsatz pro m² sukzessive steigern. Wir erwarten, dass diese Effizienzsteigerungen auch in Zukunft erreicht werden können und weitere Umsatzsteigerungen möglich sind. Folglich gehen wir davon aus, dass der Umsatz pro m² von 6.056 € in 2017 auf 6.101 € in 2018

bzw. 6.119 € in 2019 gesteigert werden kann. Gleichsam wird der Online-Shop LUDWIG BECK weiter ausgebaut und soll bereits einen hohen zweistelligen Prozentsatz des Beauty-Geschäfts ausmachen. Noch wird der Online-Shop nicht separat ausgewiesen, jedoch erwarten wir, dass mit dem Erreichen bestimmter Umsatzniveaus auch der Online-Shop in den kommenden Jahren im Geschäftsbericht separat ausgewiesen wird.

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



Quelle: GBC

Im Rahmen der erläuterten Effizienzsteigerungen im Segment LUDWIG BECK hat das Management vom Konzern LUDWIG BECK ein umfangreiches Knowhow aufgebaut. Unseres Erachtens sollte dieses Knowhow auch auf das Segment WORMLAND übertragbar sein. Insgesamt sollte so eine sukzessive Steigerung möglich sein. Dem gegenüber steht jedoch auch ein umfangreiches Filialportfolio von WORMLAND. Dieses Filialportfolio steht auf dem ständigen Prüfstand und könnte zu einer weiteren Verschlinkung der Filialstruktur führen. Gegenwärtig wurden jedoch noch keine konkreten Maßnahmen in diese Richtung kommuniziert.

Insgesamt sollte unabhängig vom aktuellen Marktverhalten das Umsatzniveau über die kommenden Jahre sukzessive ansteigen. Insbesondere das Segment WORMLAND steht noch am Anfang des Transformationsprozesses und sollte langfristig ähnlich erfolgreich werden wie das Segment LUDWIG BECK.

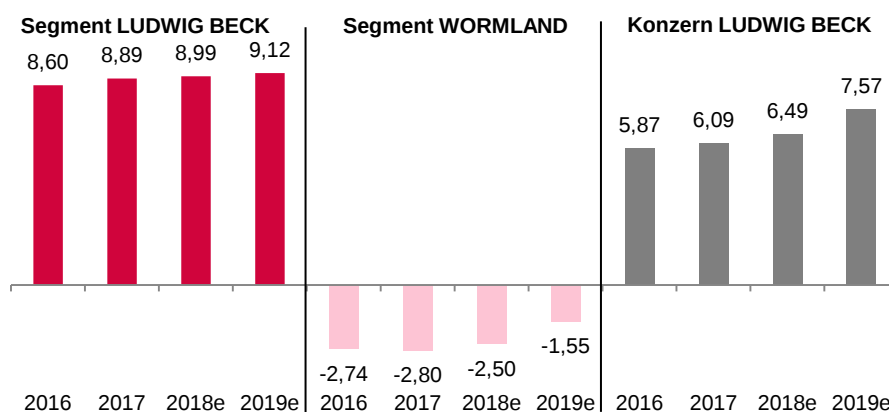
Ergebnisprognosen

Bei der Ergebnisprognose gehen wir von einer deutlich dynamischeren Entwicklung als beim Umsatz aus. Der Grund hierfür liegt unseres Erachtens in der zukünftigen Entwicklung des Segments WORMLAND. Während das Segment WORMLAND gegenwärtig noch einen negativen Ergebnisbeitrag liefert, so gehen wir davon aus, dass eine erfolgreiche Restrukturierung vollzogen werden kann und langfristig WORMLAND positive Ergebnisse beitragen wird. Konkret rechnen wir mit einem Konzern EBIT in Höhe von 6,49 Mio. € in 2018 und 7,57 Mio. € in 2019. Hier liegen wir im Rahmen der unternehmenseigenen Guidance von 3,5% bis 5% Netto Umsatz, was 5,00 Mio. € bis zu 7,56 Mio. € EBIT entspricht.

Unseres Erachtens sollte das Segment WORMLAND durch die operativen Verbesserungen zunächst weniger negativen EBIT-Beitrag leisten und innerhalb von 2-4 Jahren Break-even erreichen. Diese Planung orientiert sich auch an der Aussage des Managements, dass WORMLAND profitabel wird bevor das Segment-Eigenkapital, sprich die rund 10,5 Mio. € negativer Kaufpreis, aufgebraucht sind. Zurzeit sind von diesem Badwill noch etwa 5,3 Mio. € verbleibend. Das bedeutet, dass wir im Segment WORMLAND im Jahr 2018 mit einem EBIT in Höhe von -2,50 Mio. € rechnen und -1,55 Mio. € in 2019. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend weiter fortsetzen wird und 2020 bzw. spätestens 2021 WORMLAND positiv zum Konzern beitragen wird.

Im Kontrast hierzu gehen wir weiterhin von sehr hohen Ergebnisniveaus im Segment LUDWIG BECK aus, die durch Effizienzverbesserungen sukzessive ansteigen sollten. Für das Jahr 2018 gehen wir von einem EBIT-Beitrag in Höhe von 8,99 Mio. € aus und 9,12 Mio. € für das Jahr 2019.

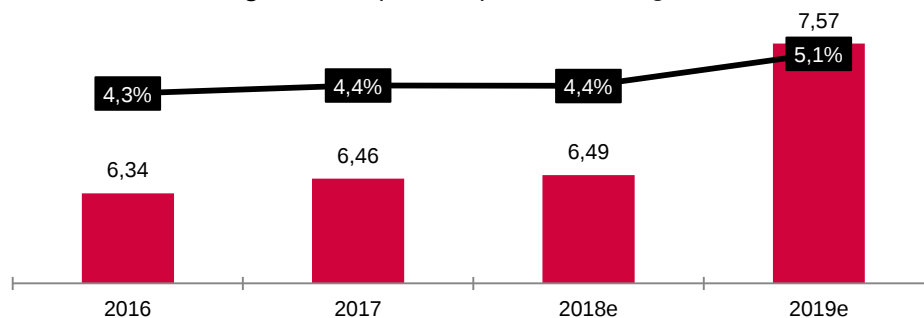
Erwartete Ergebnisverteilung (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Auf Konzernebene zeigt sich entsprechend, dass insbesondere die Entwicklung von WORMLAND entscheidende Einflüsse auf das Konzernergebnis hat. Während das SEGMENT LUDWIG BECK konstant hohe Ergebnisse liefert, hängt das Gesamtergebnis vom Negativ-Beitrag seitens WORMLAND ab. So rechnen wir in 2018 auf Konzernebene mit einem EBIT von 6,49 Mio. € und bereits mit 7,57 Mio. € in 2019. Dies würde ein signifikantes EBIT-Wachstum von 16,7% von 2018 auf 2019 bedeuten. Im gleichen Zeitraum würde dies ein Ansteigen der EBIT-Marge von 4,4% auf 5,1% bedeuten.

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



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Wir sind zuversichtlich, dass der operative Turnaround im Segment WORMLAND vollzogen werden kann. Viele Faktoren sprechen dafür, dass das Knowhow aus dem Bereich LUDWIG BECK übertragen werden kann. Auch der hohe Anteil von 18% Eigenmarken sollte WORMLAND zügig in die Profitabilität bewegen. Aber auch im Segment LUDWIG BECK sehen wir große Erfolgchancen durch die sehr gute Markt- und Markenposition sowie der zukünftigen Entwicklung des eigenen Online-Shops.

Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über hohe stille Reserven mit dem Stammhaus LUDWIG BECK in der Münchner Innenstadt. Für Investoren sollte zudem die konservative und stabile Dividendenpolitik ein attraktives Wertpolster darstellen. Vorgeschlagen für die Hauptversammlung wurde eine Dividende in Höhe von 0,65 €, was einer guten Dividendenrendite von 2,4% entspricht (Xetra 16:03; 04.04.2018: 27,60€).

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 %.

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 0,96.

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

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,1 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als **Kursziel 34,75 €** (bisher: 30,50 €). Damit erhöhen wir unser Kursziel aufgrund der angepassten Markterwartungen und vergeben das Rating KAUFEN.

DCF-MODELL

Ludwig Beck AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber 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	5,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
in Mio. EUR	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	Endwert
Umsatz (US)	146,64	147,06	148,53	150,01	151,51	153,03	154,56	156,11	
US Veränderung	0,7%	0,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,43	1,46	1,50	1,54	1,58	1,62	1,66	1,71	
EBITDA	10,59	11,47	13,37	13,50	13,64	13,77	13,91	14,05	
EBITDA-Marge	7,2%	7,8%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	6,49	7,57	9,63	9,83	10,02	10,22	10,42	10,61	
EBITA-Marge	4,4%	5,1%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
Steuern auf EBITA	-2,60	-3,03	-3,08	-3,14	-3,21	-3,27	-3,33	-3,40	
zu EBITA	40,0%	40,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	3,89	4,54	6,55	6,68	6,82	6,95	7,08	7,21	
Kapitalrendite	3,4%	4,1%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%	7,2%
Working Capital (WC)	9,06	8,82	8,61	8,70	8,79	8,88	8,96	9,05	
WC zu Umsatz	6,2%	6,0%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Investitionen in WC	0,49	0,24	0,20	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	102,61	101,01	99,28	97,61	96,00	94,45	92,95	91,51	
AFA auf OAV	-4,10	-3,90	-3,74	-3,67	-3,61	-3,55	-3,49	-3,44	
AFA zu OAV	4,0%	3,9%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
Investitionen in OAV	-2,30	-2,30	-2,01	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investiertes Kapital	111,67	109,83	107,90	106,31	104,79	103,32	101,92	100,57	
EBITDA	10,59	11,47	13,37	13,50	13,64	13,77	13,91	14,05	
Steuern auf EBITA	-2,60	-3,03	-3,08	-3,14	-3,21	-3,27	-3,33	-3,40	
Investitionen gesamt	-1,81	-2,06	-1,81	-2,09	-2,09	-2,09	-2,09	-2,09	
Investitionen in OAV	-2,30	-2,30	-2,01	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in WC	0,49	0,24	0,20	-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	6,19	6,38	8,48	8,27	8,34	8,41	8,49	8,56	151,92

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	153,55	155,06
Barwert expliziter FCFs	46,55	42,56
Barwert des Continuing Value	107,00	112,49
Nettoschulden (Net debt)	29,73	26,66
Wert des Eigenkapitals	123,82	128,40
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	123,82	128,40
Ausstehende Aktien in Mio.	3,70	3,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,51	34,75

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	0,96
Eigenkapitalkosten	6,6%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	2,4%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	25,0%
WACC	5,1%

Kapitalrendite	WACC				
	4,5%	4,8%	5,1%	5,4%	5,7%
6,7%	38,21	35,03	32,31	29,98	27,94
7,0%	39,69	36,36	33,53	31,09	28,97
7,2%	41,16	37,70	34,75	32,21	30,00
7,5%	42,64	39,04	35,97	33,33	31,03
7,7%	44,11	40,37	37,19	34,44	32,06

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 § 85 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 Studienstellung 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, Kristina 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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

§ 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