



Researchstudie (Anno)

Ludwig Beck AG



**Fokussierung auf das Stammhaus
könnte zu Margenverbesserungen führen**

-

**Das Einzelhandelsgeschäft muss sich weiterhin gegen
den Online-Wettbewerb behaupten**

Kursziel: 33,50 € (bisher: 36,50 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 19**

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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 10.04.2019 (10:45 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 10.04.2019 (12:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

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

Rating: 33,50 €
(bisher: 36,50 €)
Kursziel: Kaufen

Aktueller Kurs: 28,00
10.04.2019 16:02 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE0005199905
WKN: 519990
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl³: 3,695
Marketcap³: 103,46
Enterprise Value³: 141,13
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 20

Unternehmensprofil

Branche: Konsum

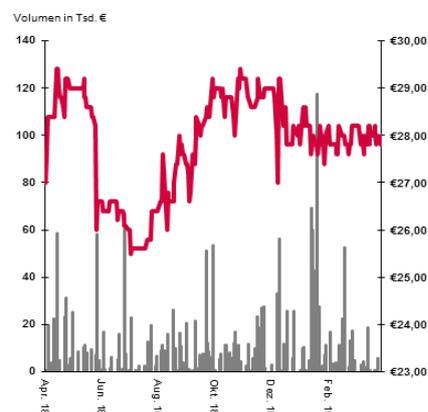
Fokus: Damenbekleidung, Herrenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 875

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	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz (Brutto)	173,21	166,08	169,00	172,38
EBITDA	10,93	8,39	24,27	26,01
EBIT	6,46	1,95	6,07	7,99
Jahresüberschuss	3,26	-0,81	1,12	2,28

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,88	-0,22	0,30	0,62
Dividende je Aktie	0,65	0,00	0,00	0,70

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,81	0,85	0,84	0,82
EV/EBITDA	12,91	16,81	5,81	5,43
EV/EBIT	21,85	72,26	23,23	17,65
KGV	31,76	-127,10	92,01	45,44
KBV		1,37		

Finanztermine

25.04.2019: Q1-Report
03.06.2019: Hauptversammlung
25.07.2019: H1-Report
24.10.2019: Q3-Report

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.10.2018: RS / 36,50 / KAUFEN
30.07.2018: RS / 34,75 / KAUFEN
30.04.2018: RS / 34,75 / KAUFEN
05.04.2018: RS / 34,75 / KAUFEN
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

- Das Geschäftsjahr 2018 war durch Wetterkapriolen geprägt und so verzeichnete der Ludwig Beck Konzern einen (Brutto-) Umsatzrückgang um 4,1% auf 166,08 Mio. € (VJ: 173,21 Mio. €). Durch das vergleichsweise schwache Einkaufsverhalten im vierten Quartal musste der Konzern am 10.12.2018 die Umsatz-Guidance auf 165 Mio. € (Vormals: 170 -180 Mio. €) anpassen.
- Der Umsatzrückgang spiegelte sich im Ergebnis wider und es wurde ein EBIT in Höhe von 1,95 Mio. € erzielt. Das Ergebnis wurde jedoch negativ durch einen Sondereffekt beeinflusst. Im Rahmen eines Impairmenttests ergaben Abschreibungen in Höhe von 2,49 Mio. €.
- Durch den neuen Rechnungslegungsstandard **IFRS 16** „Leasingverhältnisse“ wird sich die Bilanzierung von Leasingverhältnissen für Leasingnehmer grundlegend ändern. Diese trifft auch auf den Ludwig Beck Konzern zu, da auch Mietverhältnisse unter diesen Rechnungslegungsstandard fallen. IFRS 16 wird maßgebliche Auswirkungen auf die Bilanzierung und Kennzahlen haben und eine Vergleichbarkeit mit den Vorjahren erschweren. Laut den Planungen des Managements von Ludwig Beck wird es zu einer deutlichen Verlängerung der Bilanz kommen, von rund 126 Mio. € auf 296 Mio. €. Entsprechend sollte die Eigenkapitalquote von 59,9% auf 25,6% stark sinken.
- Aktuell befindet sich der Konzern Ludwig Beck in einem Verkaufsprozess, um die Wormland Gruppe zu veräußern. Die aktuelle Guidance bezieht sich noch die Wormland Gruppe ein und könnte nach dem Verkauf angepasst werden. Unter dieser Annahme geht der Vorstand aktuell von Umsatzerlösen auf Konzernebene in Höhe von 165 bis 170 Mio. € aus. Unseres Erachtens ist das Unternehmen auch im aktuell herausfordernden Markt in der Lage ein gutes Wachstum zu erreichen und wir erwarten Umsatzerlöse in Höhe von 169,00 Mio. € im Jahr 2019, bzw. 172,38 Mio. € im Jahr 2020.
- Die zukünftige Ergebnisentwicklung wird durch zwei Effekte maßgeblich beeinflusst, zum einen der mögliche Verkauf der Wormland Gruppe und zum anderen der neue Rechnungslegungsstandard IFRS 16. Das Management von Ludwig Beck geht davon aus, dass bedingt durch IFRS 16 der Mietaufwand in Höhe von 15,8 Mio. € wegfällt im Gegensatz dafür Abschreibungen in Höhe von 14,2 Mio. € sowie ein Zinsaufwand von 3,2 Mio. € hinzukommen. Dies verändert die Ergebniskennzahlen maßgeblich und so sollte das EBITDA um 15,8 Mio. € ansteigen, das EBIT sich um 1,6 Mio. € erhöhen und das EBT sich um 1,6 Mio. € verringern. Wir erwarten, dass im laufenden Geschäftsjahr 2019 ein EBIT in Höhe von 6,07 Mio. € erwirtschaftet werden kann, gefolgt von 7,99 Mio. € in 2020. Diese Effekte aus dem IFRS 16 Rechnungslegungsstandard haben sind nicht cashwirksam und wurden entsprechend im DCF-Modell bereinigt.
- **Insgesamt gehen wir von einer operativen Verbesserung aus. Durch die Impairmenttest-Abschreibungen und das leicht schwächere Jahr 2018 und der entsprechend konservativen Guidance für das Jahr 2019 haben wir unser Kursziel auf Basis unseres DCF-Modells von 36,50 € auf 33,50 € angepasst. Weiterhin liegt der Wert der Immobilie am Marienplatz unseres Erachtens deutlich über der aktuellen Marktkapitalisierung. Vor dem Hintergrund des Upsidepotenzials vergeben wir weiterhin das Rating KAU-FEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

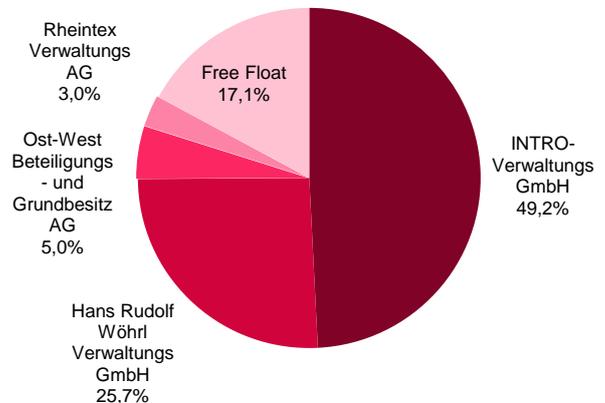
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Markt und Marktumfeld	5
Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland	5
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	7
Kennzahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2018	8
Umsatzentwicklung	8
Ergebnisentwicklung	9
Bilanzielle und finanzielle Situation	11
SWOT-Analyse	13
Prognose und Modellannahmen	14
Umsatzprognosen	14
Ergebnisprognosen	15
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell.....	18
Anhang	19

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%
Streubesitz	17,1%
Summe	100,0%

Quelle: Ludwig Beck, GBC

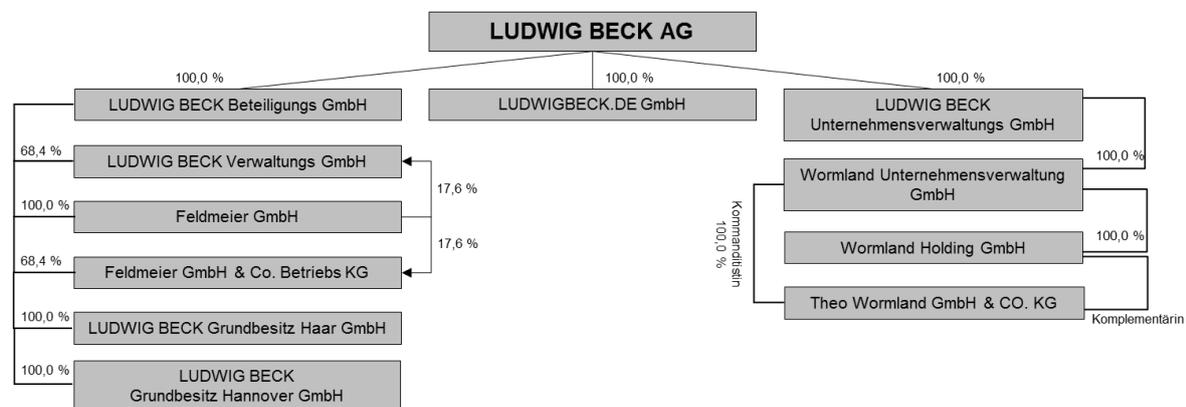


Größter Anteilseigner der Ludwig Beck AG ist Herr Hans Rudolf Wöhrl, dem über die beiden Aktionärinnen Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH und INTRO-Verwaltungs GmbH insgesamt 74,9% der Stimmrechte zuzurechnen sind. Der Streubesitz der Ludwig Beck AG beläuft sich auf 17,1%, welcher sich aus über 2.000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



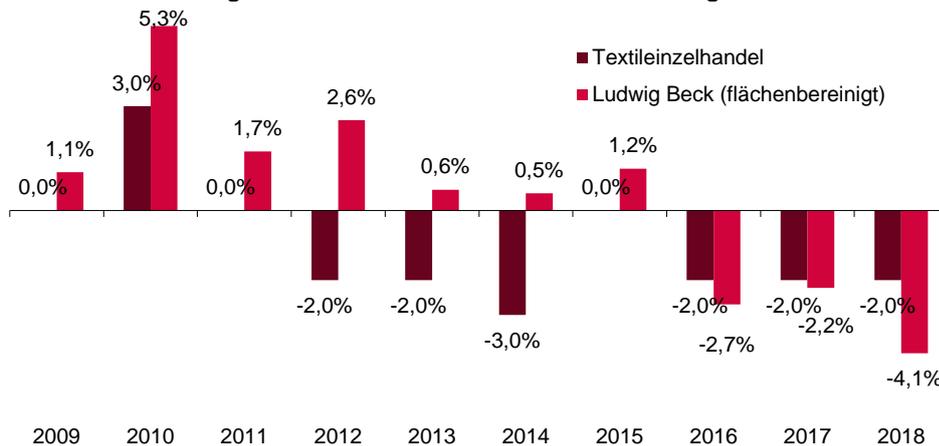
Quelle: Ludwig Beck, GBC

MARKT UND MARKTUMFELD

Der Textileinzelhandel und Online-Handel in Deutschland

Der deutsche stationäre Modehandel konnte nicht von der boomenden Konjunktur und der guten Konsumentenstimmung im Jahr 2018 profitieren. Der Umsatz ging im Durchschnitt gegenüber dem Vorjahr um 2% zurück, dies berichtet die Fachzeitschrift Textil-Wirtschaft. Damit setzt sich die negative Entwicklung der letzten Jahre fort, die Branche hatte bereits in den Jahren 2016 und 2017 jeweils ein Minus von 2% verzeichnen müssen. Das schwache Jahresergebnis ist zum Teil auf das veränderte Einkaufsverhalten zurückzuführen. Immer mehr Kleidung wird online gekauft. Darüber hinaus erschwerten die Wetterbedingungen den Handel. Der Frühling fiel nahezu vollständig aus, so herrschten winterliche Temperaturen bis weit in den März vor. Der anschließende Sommer brach erneut alle Rekorde, welcher die Menschen eher zu sommerlichen Außenaktivitäten bewegte, als dazu Geschäfte aufzusuchen. Durch den langen Sommer verzögerte sich zudem die Herbstsaison deutlich. Winterwaren wie dicke Pullover und warme Mäntel waren kaum gefragt und konnten größtenteils nur mit hohen Rabatten verkauft werden.

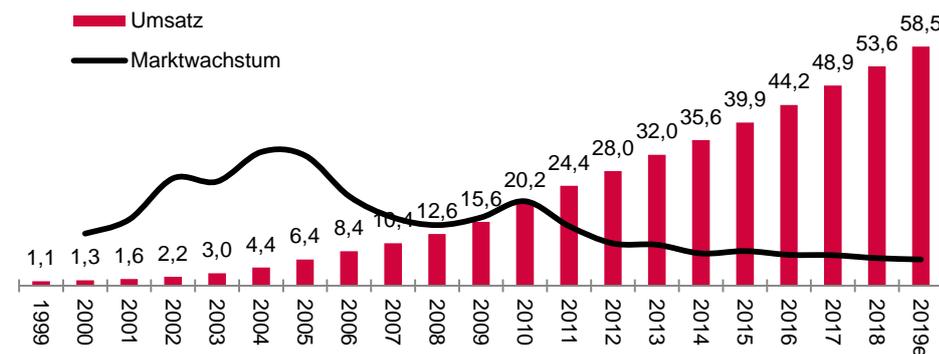
Umsatzveränderung deutscher Textileinzelhandel und Ludwig Beck AG



Quelle: TW-Testclub, Ludwig Beck, GBC

Die passenden Temperaturen je Jahreszeiten sind für den stationären Einzelhandel entscheidend, da die Kollektionen je nach Saison geliefert werden. Dies führt beispielsweise bei einem sehr kalten Sommer dazu, dass weniger leichte Sommermode abgesetzt werden kann. Da in der nächsten Saison unweigerlich die folgende Kollektion geliefert wird, wird in der Regel mit Rabattaktionen die Ware aus der Vorsaison verkauft.

Umsatz durch E-Commerce (B2C) in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: HDE (Prognose); IfH Köln, GBC

Der E-Commerce-Markt präsentiert sich im Gegensatz zum stationären Einzelhandel deutlich wachstumsstärker. Die Wachstumsgeschwindigkeit war jedoch in den vergangenen Jahren rückläufig. Während sich der E-Commerce-Markt in 2004 noch um 46,7% gewachsen ist, liegt das aktuelle Wachstum „nur“ noch bei rund 9%. Für 2019 wird im Vergleich hierzu ein deutlich höheres Umsatzniveau von 58,50 Mrd. € erwartet, was in der entsprechenden Relation von 4,40 Mrd. € in 2004 das Wachstum erklärt. Trotz des hohen, starken E-Commerce Trends zeichnet sich eine Verringerung des Wachstums ab. Das sehr hohe Wachstumstempo der Anfangsjahre könnte in der Verdrängung von kleineren stationären Einzelhändlern begründet liegen. Dieser Trend ist laut Marsh & McLennan Companies auch in der Fokussierung des stationären Einzelhandels zu beobachten. So könnten insbesondere größere Einzelhandelszentren durch den E-Commerce langfristig profitieren, da kleinere Wettbewerber und Boutiquen aus dem Markt verdrängt werden. Somit könnte einerseits die Online-Präsenz von Ludwig Beck durch den E-Commerce Trend und andererseits das Stammhaus in München durch reduzierten lokalen Wettbewerb profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatz (brutto)	173,21	166,08	169,00	172,38
Mehrwertsteuer	-27,64	-26,50	-26,98	-27,52
Umsatz (netto)	145,57	139,58	142,02	144,86
Andere Aktivierte Eigenleistungen	0,00	0,03	0,00	0,00
Materialaufwand	-75,92	-72,91	-74,13	-75,47
Rohhertrag	69,65	66,70	67,88	69,39
Personalaufwand	-29,34	-29,13	-29,00	-28,95
EBITDA	10,93	8,39	24,27	26,01
Sonstige betriebliche Erträge	4,88	4,71	4,00	4,00
Abschreibungen	-4,47	-6,44	-18,20	-18,02
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-34,26	-33,89	-18,61	-18,42
EBIT	6,46	1,95	6,07	7,99
Finanzergebnis	-0,91	-0,87	-4,20	-4,20
EBT	5,55	1,08	1,87	3,79
Steuern	-2,29	-1,90	-0,75	-1,52
Konzernjahresüberschuss	3,26	-0,81	1,12	2,28
<hr/>				
EBITDA	10,93	8,39	24,27	26,01
<i>EBITDA-Marge</i>	6,3%	5,1%	14,4%	15,1%
EBIT	6,46	1,95	6,07	7,99
<i>EBIT-Marge</i>	3,7%	1,2%	3,6%	4,6%
Konzernjahresüberschuss	3,26	-0,81	1,12	2,28
<i>Netto-Marge</i>	1,9%	-0,5%	0,7%	1,3%

Quelle: Ludwig Beck, Berechnungen GBC

Durch den neuen Rechnungslegungsstandard **IFRS 16** „Leasingverhältnisse“ wird sich die Bilanzierung von Leasingverhältnissen für Leasingnehmer grundlegend ändern. Es sollte zu einer Verschiebung des Mietaufwands zu den Abschreibungen, bzw. dem Zinsaufwand kommen. Diese Differenz sollte mit der Länge des Mietvertrages noch weiter zunehmen. Daher ist der Konzern Ludwig Beck besonders stark von diesen Veränderungen betroffen, da langfristige Mietverträge abgeschlossen werden und zudem diese Mietverträge zumeist bereits vor dem Auslaufen verlängert werden. Daher erwartet das Management von Ludwig Beck, dass statt des jährlichen Mietaufwands in Höhe von 15,8 Mio. € nun Abschreibungen in Höhe von 14,2 Mio. € und ein Zinsaufwand in Höhe von 3,2 Mio. € anfallen. Sprich, es fällt in der GuV ein zusätzlicher jährlicher Aufwand in Höhe von 1,6 Mio. € an. Dies gilt es zu beachten bei der Guidance und der GBC Prognose.

Geschäftsentwicklung 2018

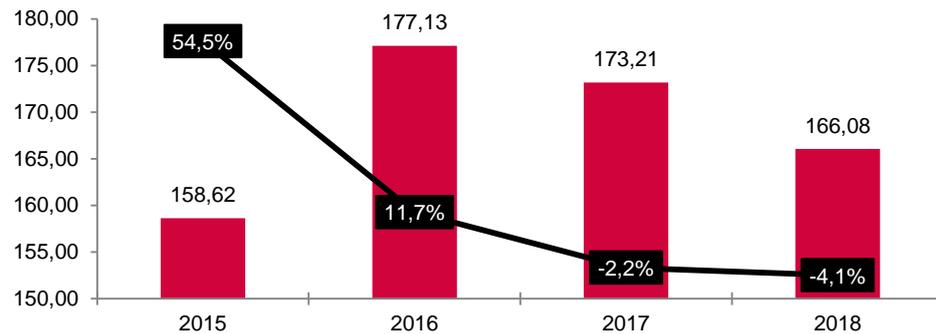
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse (Brutto)	177,13	173,21	166,08
Umsatzerlöse (Netto)	148,87	145,57	139,58
EBITDA	10,31	10,93	8,39
EBITDA-Marge	6,9%	7,5%	6,0%
EBIT	6,34	6,46	1,95
EBIT-Marge	4,3%	4,4%	1,4%
Jahresüberschuss	2,88	3,26	-0,81
EPS in €	0,78	0,88	-0,22

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Umsatzentwicklung

Der Konzern Ludwig Beck verzeichnete zum Geschäftsjahr 2019 einen (Brutto-) Umsatzrückgang um 4,1% auf 166,08 Mio. € (VJ: 173,21 Mio. €). Hier spiegelte sich die Entwicklung des gesamten deutschen stationären Textileinzelhandels wider, welche insbesondere in den letzten drei Jahren von schlechten Wetterbedingungen betroffen war und darüber hinaus zunehmenden Wettbewerbsdruck aus dem E-Commerce Sektor bekommt.

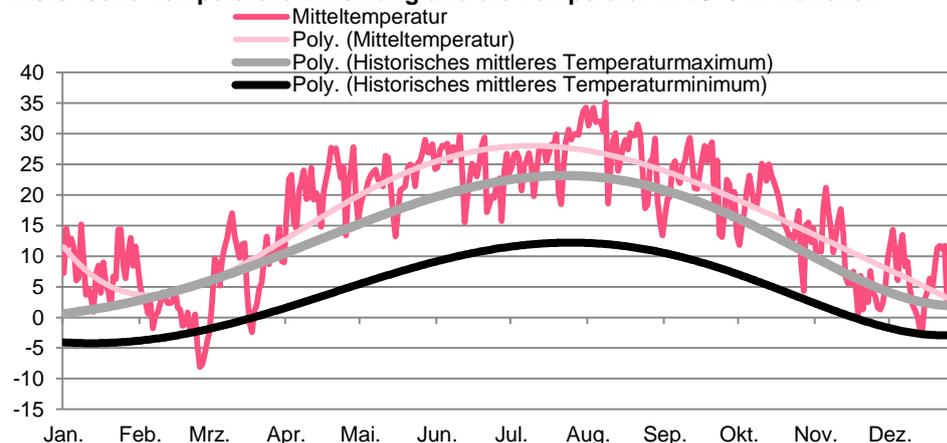
Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Typischerweise ist das vierte Quartal mit dem Weihnachtsgeschäft das wichtigste Umsatzquartal für den stationären Einzelhandel. Hiermit verbunden ist in der Regel der Kauf von Textilien für die kalten Wintermonate. Das Jahr 2018 fiel im Vergleich zum historischen Durchschnitt deutlich zu warm aus, mit einem sehr kalten ersten Quartal.

Historische Temperaturentwicklung und die Temperatur in 2018 in München

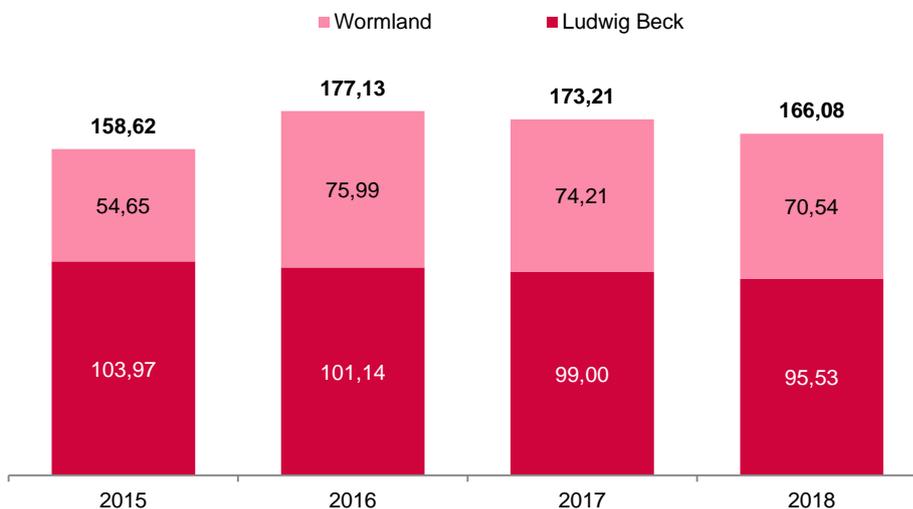


Quelle: Wetter.de, GBC

Dies führte zu einem deutlich schwächeren Einkaufsverhalten im Dezember und so musste das Unternehmen am 10. Dezember 2018 eine Guidance-Anpassung vermelden. Die Umsatz-Guidance wurde auf 165 Mio. € (Vormals: 170 – 180 Mio. €) reduziert und die EBIT-Marge auf 3% vom Nettoumsatz (Vormals: 3,5% - 5%). Hintergrund dieser Entwicklung waren (siehe Abbildung) die untypischen Wetterentwicklungen. So herrschten im März und April noch sehr kalte Temperaturen, gefolgt von einem sehr heißen Sommer, wodurch sich Konsumenten vermehrt mit anderen Freizeitaktivitäten beschäftigten.

Auf Segmentebene der Ludwig Beck AG wurde die Guidance-Anpassung auf 90 - 91 Mio. € (vormals: 93 – 97 Mio. €) vorgenommen. Diese Planung wurde mit Umsatzerlösen in Höhe von 95,53 Mio. € übertroffen. Dennoch musste ein Umsatzrückgang in Höhe von 3,5% verbucht werden. Der Grund für diese Entwicklung könnte neben den Wetterverhältnissen auch die geringe Frequenz von ausländischen Besuchern sein, welche in der Regel deutlich größere Käufe tätigen.

Beiträge zur Umsatzveränderung nach Segmenten (in Mio. €)



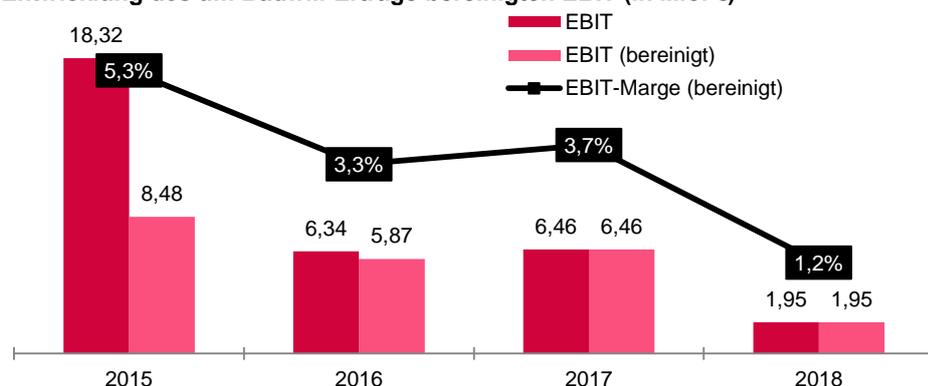
Quelle: Ludwig Beck, GBC

Bei Wormland wurde ein Umsatzrückgang um 4,9% auf 70,54 Mio. € (74,21 Mio. €) verzeichnet und so konnte die operative negative Entwicklung nicht gebremst werden. Weiterhin scheint sich die große Filiale in Nürnberg sich deutlich unter den Erwartungen entwickelt zu haben, da hier eine Impairmentabschreibung vorgenommen wurde (siehe bilanzielle und finanzielle Situation).

Ergebnisentwicklung

Die Umsatzreduktion spiegelte sich auch in der Ergebnisentwicklung wider und das EBIT reduzierte sich um 69,8% auf 1,95 Mio. € (VJ: 6,46 Mio. €), was einer EBIT-Marge von 1,2% (VJ: 3,7%) entspricht. Jedoch war das Geschäftsjahr 2018 durch Impairmenttests bedingte Abschreibungen in Höhe von 2,49 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €) zusätzlich belastet. Verursacht wurde dies durch das Segment Wormland, hier wurde zum einen das Markenrecht „Wormland“ um 1,20 Mio. € abgeschrieben und zum anderen kam es zu einer Wertminderung in Höhe von 1,33 Mio. € bedingt durch vereinzelte Wormland-Filialen. Insbesondere die Filiale in Nürnberg musste um 1,08 Mio. € wertberichtigt werden. Bereinigt um diese Abschreibungen lag das rein operative Ergebnis bei 4,44 Mio. €, bzw. bei einer EBIT-Marge von 2,7%

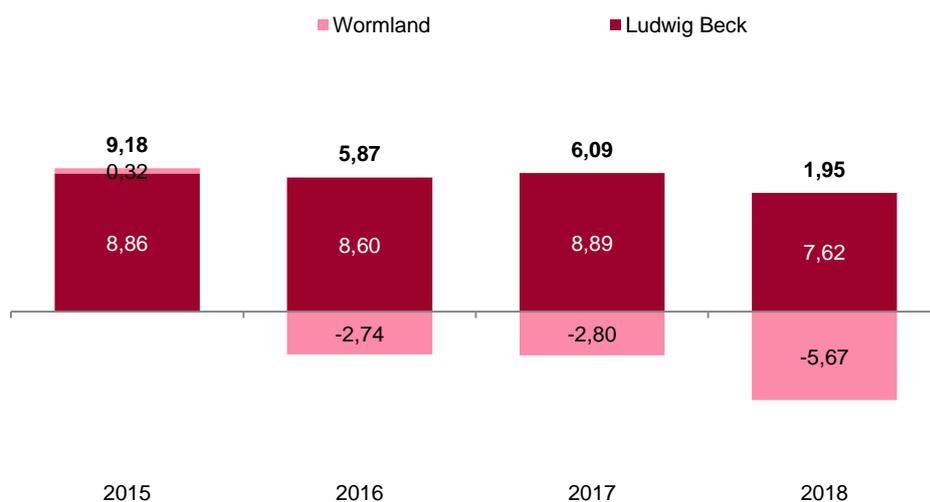
Entwicklung des um Badwill-Erträge bereinigten EBIT (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Hauptursächlich für den Ergebnismrückgang war das Segment Wormland, welches ein EBIT in Höhe von -5,67 Mio. € (VJ: -2,80 Mio. €) erzielte. Exklusive der Impairment-testabschreibung würde dennoch ein EBIT in Höhe von -3,18 Mio. € vorliegen. Konträr hierzu ist die Ludwig Beck AG weiterhin äußerst profitabel mit einem EBIT in Höhe von 7,62 Mio. € (VJ: 8,89) bzw. einer EBIT-Marge von 8,0%.

Entwicklung des EBIT nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Auf Netto-Ebene wurde durch die weiterhin hohe Steuerlast ein Konzernergebnis in Höhe von -0,84 Mio. € (VJ: 3,27 Mio. €) verbucht.

Das negative Ergebnis wurde maßgeblich durch die Entwicklungen der Wormland Gruppe verursacht. Nachdem sich bei der Wormland keine Verbesserung eingestellt hat, hat sich die Geschäftsführung entschlossen, Wormland zu verkaufen. Somit würde sich der Ludwig Beck Konzern anschließend auf das Hauptgeschäft in München sowie den Online-Store fokussieren. Der Verkaufsprozess soll noch im ersten Halbjahr 2019 abgeschlossen sein.

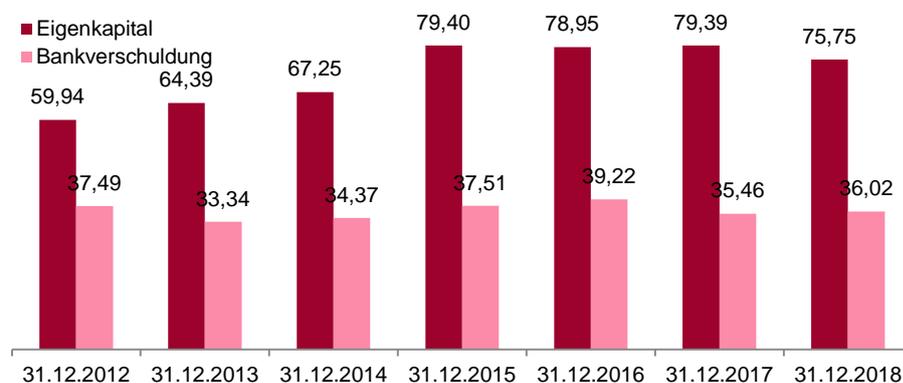
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	78,95	79,39	75,75
EK-Quote (in %)	58,9%	60,8%	59,9%
Operatives Anlagevermögen	106,40	104,41	100,53
Working Capital	11,03	9,55	10,24
Net Debt	37,67	33,89	34,34

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Der LUDWIG BECK Konzern verfügte zum 31.12.2018 über ein Eigenkapital von 75,75 Mio. € (31.12.2018: 79,39 Mio. €). Hintergrund dieser Reduktion sind insbesondere das negative Konzernergebnis und die Dividendenzahlung im Mai 2018 (2,40 Mio. €). Entsprechend lag zum 31.12.2018 die Eigenkapitalquote bei 59,9% auf Vorjahresniveau (31.12.2017: 60,8%). Somit ist das Unternehmen weiterhin äußerst konservativ aufgestellt. Abzuwarten bleibt, wie sich der Verkauf der Wormland Gruppe auf die aktuelle Bilanz auswirken wird.

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



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Weiterhin verfügt das Unternehmen noch über umfangreiche stille Reserven. So ist die Immobilie am Münchner Marienplatz mit über 70 Mio. € bilanziert, was unverändert den Einbringungswert im Jahr 2001 darstellt. Jedoch sind seitdem die Immobilienpreise signifikant gestiegen. Im Vergleich kann man die Bodenrichtwerte am Marienplatz zwischen den Jahren 2000 und 2014 heranziehen. Hier erhöhten sich die Quadratmeterpreise von 45.000 € auf 85.000 €. Unseres Erachtens sollte dieser Wert seither noch weiter angestiegen sein. Auf Basis der Bodenrichtwerte würde die Immobilie gegenwärtig einen Wert von rund 130 Mio. € aufweisen, was einer stillen Reserve in Höhe von 60 Mio. € entsprechen würde. Gegenwärtig liegt die Marktkapitalisierung mit rund 100 Mio. € deutlich unter dem Immobilienwert. Somit sehen wir hier eine signifikante Bewertungsdiskrepanz.

Durch den neuen Rechnungslegungsstandard **IFRS 16** „Leasingverhältnisse“ wird sich die Bilanzierung von Leasingverhältnissen für Leasingnehmer grundlegend ändern. Diese trifft auch auf den Ludwig Beck Konzern zu, da auch Mietverhältnisse unter diesen Rechnungslegungsstandard fallen. IFRS 16 wird maßgebliche Auswirkungen auf die Bilanzierung und auf die Kennzahlen haben. So sollten sich die Bilanzsummen aufgrund der Aktivierung von Nutzungsrechten und der Passivierung von Leasingverbindlichkeiten erhöhen. Weiterhin werden sich operative Aufwendungen (z.B. Mietzahlungen) aus den sonstigen betrieblichen Aufwendungen in die Abschreibungen und Zinsaufwendungen verschieben. Hierdurch wird es zu maßgeblichen Veränderungen verschiedener Kennzahlen kommen, insbesondere bezogen auf die Eigenkapitalquote.

Laut den Planungen des Managements von Ludwig Beck wird es zu einer deutlichen Verlängerung der Bilanz kommen, von rund 126 Mio. € auf 296 Mio. €. Dementsprechend sollte die Eigenkapitalquote von 59,9% auf 25,6% sinken.

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Attraktiver Geschäftsstandort im Zentrum Münchens • Hoher Bekanntheitsgrad der Marke Ludwig Beck • Strategische Positionierung im exklusiven Damenmodesegment • Durch einzigartige Musik- und Kosmetikabteilung auch außerhalb des textilen Bereichs erfolgreich positioniert • Bilanzrelationen im Branchenvergleich überdurchschnittlich gut • Starker Wettbewerbsvorteil durch exklusives Markenangebot • Langfristige Standortsicherung durch zukünftig 100%-iges Eigentum an der Immobilie am Marienplatz 	<ul style="list-style-type: none"> • Asymmetrische Umsatzverteilung auf Grund eines saisonal bedingt besonders starken vierten Quartals (Saisonalität), „Weihnachtsgeschäft“ • Flächenwachstumspotenzial am Standort Marienplatz nach Abschluss der Umbaumaßnahmen begrenzt • Auf Grund des geringen Streubesitzes von 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
<ul style="list-style-type: none"> • Aktivitäten auf dem Onlinemarkt mit Kosmetikprodukten eröffnet zusätzliches Wachstumspotenzial, da der Online-Einzelhandel derzeit deutlich höhere Wachstumsraten erzielt als der stationäre Handel • Der Verkauf von Wormland könnte ein signifikantes Margenpotenzial heben. • Von einem anhaltend starken Konsumklima bzw. einer weiteren Verbesserung sollte Ludwig Beck überproportional profitieren 	<ul style="list-style-type: none"> • 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 2018	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse (Brutto)	166,08	169,00	172,38
Umsatzerlöse (Netto)	139,58	142,02	144,86
EBITDA	8,39	24,27	26,01
EBITDA-Marge	6,0%	17,1%	18,0%
EBIT	1,95	6,07	7,99
EBIT-Marge	1,4%	4,3%	5,5%
Jahresüberschuss	-0,81	1,12	2,28
EPS in €	-0,22	0,30	0,62

Quelle: GBC

Umsatzprognosen

Aktuell befindet sich der Konzern Ludwig Beck in einem Verkaufsprozess, um die Wormland Gruppe zu veräußern. Hintergrund ist, dass nicht die operativen Verbesserungen erzielt werden konnten, die ursprünglich geplant waren. Gegenwärtig plant das Unternehmen, einen erfolgreichen Verkaufsabschluss im ersten Halbjahr 2019 vermelden zu können. Die aktuelle Guidance bezieht sich noch auf die Planungen inklusive der Wormland Gruppe und könnte nach dem Verkauf angepasst werden. Sollte jedoch kein akzeptabler Verkaufspreis verhandelt werden, so plant das Unternehmen die Sanierung von Wormland in Eigenregie fortzusetzen. Unter diesen Annahmen geht der Vorstand aktuell von Umsatzerlösen auf Konzernebene in Höhe von 165 bis 170 Mio. € aus.

Erwartete Umsatzverteilung (in Mio. €)



Quelle: GBC

Die Guidance ist äußerst konservativ gewählt und geht mit 165 Mio. € sogar von einem Umsatzrückgang aus (GJ 2018 Umsatz: 166,08 Mio. €). Am oberen Ende der Prognosebandbreite mit 170 Mio. € wird von einem Umsatzwachstum in Höhe von 2,4% ausgegangen. Unseres Erachtens ist das Unternehmen auch im aktuell herausfordernden Markt in der Lage ein gutes Wachstum zu erreichen. Wir gehen davon aus, dass der Konzern Ludwig Beck auf 169,00 Mio. € Umsatz im Jahr 2019 kommen wird und weiter auf 172,38 Mio. € Umsatz im Jahr 2020 wachsen wird. Getragen werden sollte dieses Wachstum vornehmlich durch das Segment Ludwig Beck, welches unseres Erachtens auf 99,87 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr kommt und damit wieder leicht über das Resultat des Jahres 2017 ansteigt. Diese Wachstumsdynamik des Segmentumsatzes sollte aufrechterhalten bleiben und auf 102,70 Mio. € im Jahr 2020 ansteigen. Unsere Prognose basiert auf der Annahme, dass sich zum einen die geplanten E-Commerce-Aktivitäten von Ludwig Beck weiterentwickeln und dass zum anderen der sehr gute Standort des Stammhauses in München weiterhin genutzt werden kann, um Kunden anzuziehen. Sofern das Wetter nicht wie im Vorjahr zu sehr von den entsprechenden Jahreszeiten abweicht, sollte unseres Erachtens dieses Wachstum möglich sein.

Im Gegensatz hierzu erwarten wir, dass Wormland sich im laufenden Jahr weiterhin mit 69,12 Mio. € (VJ: 70,54 Mio. €) leicht rückläufig entwickeln wird und erst im Jahr 2020 wieder ein leichtes Wachstum auf 69,68 Mio. € erreichen wird. Wir gehen davon aus, dass insbesondere vereinzelte Filialen, welche vertragsbedingt noch betrieben werden müssen, noch nicht zu dem Umsatzwachstum beitragen können. Dennoch sehen wir zukünftig viele Chancen für Wormland, insbesondere im Bereich E-Commerce, sowie in der Filiale in Nürnberg.

Ergebnisprognosen

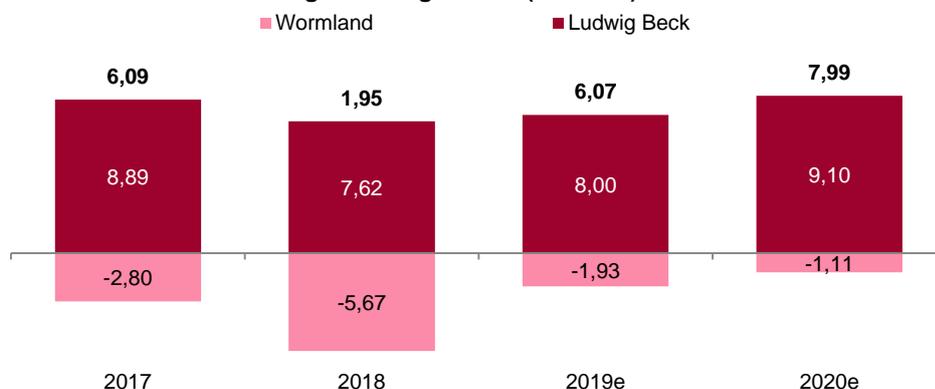
Die zukünftige Ergebnisentwicklung wird durch zwei Effekte maßgeblich beeinflusst, zum einen durch den möglichen Verkauf der Wormland Gruppe und zum anderen durch den neuen Rechnungslegungsstandard IFRS 16. Durch die erstmalige Anwendung des IFRS 16 Rechnungslegungsstandard wird das EBIT höher ausfallen, da der Mietaufwand sich nun größtenteils als Abschreibungen auf die GUV niederschlägt. Das Management von Ludwig Beck geht davon aus, dass der Mietaufwand in Höhe von 15,8 Mio. € wegfällt und dafür Abschreibungen von 14,2 Mio. € sowie ein Zinsaufwand von 3,2 Mio. € anfallen. Dies verändert die Ergebniskennzahlen maßgeblich und so sollte das EBITDA um 15,8 Mio. € ansteigen, das EBIT sich um 1,6 Mio. € erhöhen und das EBT sich um 1,6 Mio. € verringern. Durch den neuen Rechnungslegungsstandard IFRS 16 ist somit eine Vergleichbarkeit mit den Vorjahren kaum möglich. Diese cashneutralen Effekte haben wir in unserem DCF-Modell bereinigt.

IFRS 16 Effekte	GJ 2018	GJ 2019
Mietaufwand	15,8	0
Abschreibungen bez. auf Mietaufwand	0	14,2
Zinsaufwand bez. auf Mietaufwand	0	3,2
Summe	15,8	17,4
EBITDA		+15,8
EBIT		+1,6
EBT		-1,6

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Die Guidance des Unternehmens gibt ein Ergebnis vor Steuern (EBT) zwischen 1,5 und 2,5 Mio. € an. Das EBT wird laut dem Management durch IFRS 16 jedoch um 1,6 Mio. € reduziert und liegt somit bereinigt um den IFRS 16-Effekt deutlich über dem Vorjahreswert (VJ: 1,08 Mio. €).

Erwartete EBIT-Entwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Ludwig Beck, GBC

Wir gehen davon aus, dass im laufenden Geschäftsjahr 2019 ein EBIT in Höhe von 6,07 Mio. € erwirtschaftet werden kann, gefolgt von 7,99 Mio. € in 2020. Die deutliche Ergeb-

nisverbesserung gegenüber dem Vorjahr kommt durch die Impairmentabschreibung im Jahr 2018 zustande.

Unseres Erachtens sollte das Segment Ludwig Beck weiterhin der maßgebliche Ergebnistreiber bleiben und ein EBIT in Höhe von 8,00 Mio. € im Jahr 2019 erzielen, bzw. 9,10 Mio. € im Jahr 2020. Hierzu beitragen sollte einerseits die Umsatzsteigerung und andererseits der Ausbau des E-Commerce-Bereichs. Für das Segment Wormland erwarten wir ebenfalls eine Verbesserung, jedoch gehen wir noch nicht von einem positiven operativen Ergebnis in den kommenden zwei Jahren aus. Wir prognostizieren ein Segment-EBIT in Höhe von -1,93 Mio. € für das Jahr 2019 bzw. -1,11 Mio. € für das Jahr 2020. Verantwortlich hierfür sind unseres Erachtens einzelne Filialen, welche gegenwärtig keinen Ergebnisbeitrag liefern und vertragsbedingt noch weiterhin betrieben werden müssen.

Insgesamt gehen wir von einer sukzessiven Ergebnisverbesserung aus, da sich Wormland sukzessive zu einem profitablen Filialnetz wandeln sollte und zunehmend vom E-Commerce profitieren sollte. Mit dem hochprofitablen Geschäft des Segments Ludwig Beck gehen wir von einem EBT in Höhe von 1,87 Mio. € in 2019, bzw. 3,79 Mio. € in 2020 aus. Mit dem positiven Jahresüberschuss in Höhe von 1,12 Mio. € (2019) bzw. 2,28 Mio. € (2020) sollte das Unternehmen auch eine Dividendenzahlung für möglich halten.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Ludwig Beck AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019 und 2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2026 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 19,0% 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 1,00% (bisher 1,00%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 0,96 (bisher: 0,96).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,3% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 5,0% (bisher 5,1%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 5,0% errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2019 entspricht als **Kursziel 33,50 €** (bisher: 36,50 €). Aufgrund des schwachen Geschäftsjahres 2018 und des zurückhaltenden Guidance gehen wir von Cashflows auf einem leicht geringen Niveau aus. Zudem bereinigen wir die nicht zahlungswirksamen Posten, bedingt durch die den neuen Rechnungslegungsstandard IFRS 19. Vor dem Hintergrund des aktuellen Upsidepotenzials vergeben wir 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	19,0%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	32,0%
Working Capital zu Umsatz	7,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	142,02	144,86	146,31	147,77	149,25	150,74	152,25	153,77	
US Veränderung	1,7%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
US zu operativen Anlagevermögen	0,53	0,57	0,61	0,66	0,71	0,76	0,81	0,87	
EBITDA	24,27	26,01	27,80	28,08	28,36	28,64	28,93	29,22	
EBITDA-Marge	17,1%	18,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	
EBITA	6,07	7,99	10,07	11,41	12,68	13,88	15,02	16,11	
EBITA-Marge	4,3%	5,5%	6,9%	7,7%	8,5%	9,2%	9,9%	10,5%	7,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-2,43	-3,20	-3,22	-3,65	-4,06	-4,44	-4,81	-5,16	
EBI (NOPLAT)	40,0%	40,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
EBI (NOPLAT)	3,64	4,80	6,85	7,76	8,62	9,44	10,22	10,95	
Kapitalrendite	3,3%	1,7%	2,6%	3,1%	3,7%	4,3%	4,9%	5,5%	4,3%
Working Capital (WC)	10,00	10,10	10,24	10,34	10,45	10,55	10,66	10,76	
WC zu Umsatz	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in WC	0,24	-0,10	-0,14	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	270,00	254,00	238,77	224,60	211,43	199,17	187,77	177,16	
AFA auf OAV	-18,20	-18,02	-17,73	-16,67	-15,68	-14,76	-13,90	-13,11	
AFA zu OAV	6,7%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-	-2,02	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Investiertes Kapital	187,67	264,10	249,01	234,95	221,87	209,72	198,42	187,93	
EBITDA	24,27	26,01	27,80	28,08	28,36	28,64	28,93	29,22	
Steuern auf EBITA	-2,43	-3,20	-3,22	-3,65	-4,06	-4,44	-4,81	-5,16	
Investitionen gesamt	-2,43	-2,12	-2,64	-2,60	-2,60	-2,60	-2,61	-2,61	
Investitionen in OAV	-	-2,02	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	
Investitionen in WC	0,24	-0,10	-0,14	-0,10	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	
Investitionen in Goodwill	185,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Nicht zahlungswirksame Posten	-14,20	-14,10	-14,00	-13,90	-13,80	-13,70	-13,60	-13,50	
Freie Cashflows	5,21	6,60	7,93	7,92	7,90	7,89	7,91	7,95	157,86

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	157,10	158,30
Barwert expliziter FCFs	44,63	40,24
Barwert des Continuing Value	112,48	118,06
Nettoschulden (Net debt)	33,33	30,93
Wert des Eigenkapitals	123,78	127,37
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	123,78	127,37
Ausstehende Aktien in Mio.	3,70	3,70
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,50	34,47

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	4,4%	4,7%	5,0%	5,3%	5,6%
3,8%	34,79	31,61	28,92	26,63	24,64
4,1%	37,60	34,13	31,21	28,71	26,55
4,3%	40,40	36,66	33,50	30,80	28,46
4,6%	43,21	39,18	35,79	32,88	30,37
4,8%	46,01	41,71	38,07	34,96	32,28

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,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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

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

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

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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
Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvert. 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