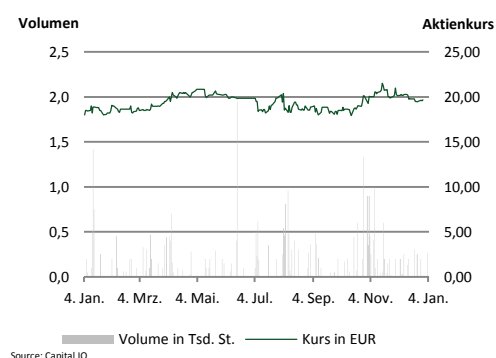


**Empfehlung:** Kaufen**Kursziel:** 26,50 Euro**Kurspotenzial:** +38 Prozent**Aktiendaten**

|                                 |                    |
|---------------------------------|--------------------|
| Kurs (Schlusskurs Vortag)       | 19,21 Euro (Xetra) |
| Aktienanzahl (in Mio.)          | 3,70               |
| Marktkap. (in Mio. Euro)        | 71,0               |
| Enterprise Value (in Mio. Euro) | 104,1              |
| Ticker                          | ECK                |
| ISIN                            | DE0005199905       |

**Kurzprofil**

Ludwig Beck ist ein 1861 gegründetes Einzelhandelsunternehmen, das für sein Kaufhaus am Münchener Marienplatz bekannt ist. Das Unternehmen erzielt ca. 68% seines Umsatzes mit Mode und Textilien. Die übrigen 32% entfallen auf Beauty-, Kosmetik- und Pflegeprodukte, Accessoires und Musik/Tonträger.

**Kursperformance**

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| 52 Wochen-Hoch (in Euro) | 21,53 |
| 52 Wochen-Tief (in Euro) | 18,01 |
| 1 Monat                  | -5%   |
| 3 Monate                 | 3,2%  |

**Aktionärsstruktur**

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| Streubesitz                  | 17,1% |
| INTRO Verwaltungs GmbH       | 49,2% |
| Hans-Rudolf Wöhrl Verwaltung | 25,7% |
| Ost-West AG                  | 5,0%  |
| Rheintex AG                  | 3,0%  |

**Analyst**

|                     |                      |
|---------------------|----------------------|
| Hendrik Emrich, CFA | Leif Buscher         |
| +49 40 41111 37 83  | +49 40 41111 37 82   |
| h.emrich@montega.de | l.buscher@montega.de |

**Termine**

|                       |               |
|-----------------------|---------------|
| Bilanzpressekonferenz | 14. März 2012 |
|-----------------------|---------------|

**Publikation**

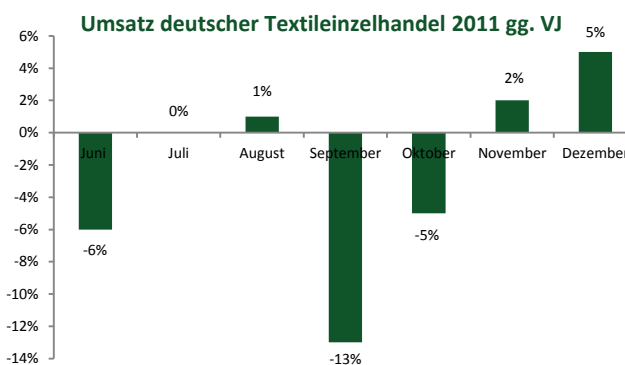
|         |                |
|---------|----------------|
| Comment | 5. Januar 2012 |
|---------|----------------|

**Vorläufige Umsatz- und Ergebniszahlen 2011 in line mit Erwartungen**

Der Münchener Modekonzern Ludwig Beck hat heute vorläufige Zahlen für 2011 berichtet, die beim filialbereinigten Bruttoumsatz mit 103,3 Mio. Euro (Vorjahr: 101,6 Mio. Euro) und einem Zuwachs von 1,7% im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen sind (Montega-Schätzung Nettoumsatz: 87,4 Mio. Euro). Der Umsatz im Stammhaus am Marienplatz ist mit 2,3% dabei erneut überproportional gestiegen, was für die Esprit-Filiale im Olympia Einkaufszentrum einen Rückgang der Top Line impliziert.

**Geschäft in Q4 kam erst in den letzten beiden Dezemberwochen in Gang**

Beim filialbereinigten Wachstum lag das Unternehmen nach drei Quartalen noch mit 2,2% im Plus, allerdings ist das für den Handel ausgesprochen schlechte Wetter im Abschlussquartal zu berücksichtigen. So war es in der 2. Oktoberhälfte und v.a. im November in München deutlich zu mild (teilweise 10-12 °C), was den Absatz von Winterbekleidung in den ersten Wochen des vierten Quartals erschwert hat. Allerdings lag das Weihnachtsgeschäft leicht über dem bereits hohen Vorjahresniveau, was sich in etwa mit der Entwicklung des Gesamtmarktes deckt (siehe Chart). Es zeigt sich, dass die Verbraucher in 2011 ihre (Weihnachts-)Einkäufe vergleichsweise spät getätigt haben.

**Ergebnis am oberen Ende der Erwartungen – Aktie weiterhin Kaufen**

Das Vorsteuerergebnis lag am oberen Ende des Zielkorridors von 9-11 Mio. Euro, was sich mit unserer Schätzung von 10,5 Mio. Euro deckt. Mit einer Vorsteueremarge von über 12% (bezogen auf den Nettoumsatz) unterstreicht das Unternehmen hiermit sein „gutes Händchen“ in Bezug auf die Sortimentsauswahl, die erfolgreiche Umsetzung der Trading Up-Strategie und die sehr kaufkräftige Klientel am Stammhaus Marienplatz.

**Fazit:** Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung für die Ludwig Beck-Aktie und das Kursziel von 26,50 Euro. Wir sehen den Titel als stabilen Value-Play in volatilen Börsenphasen.

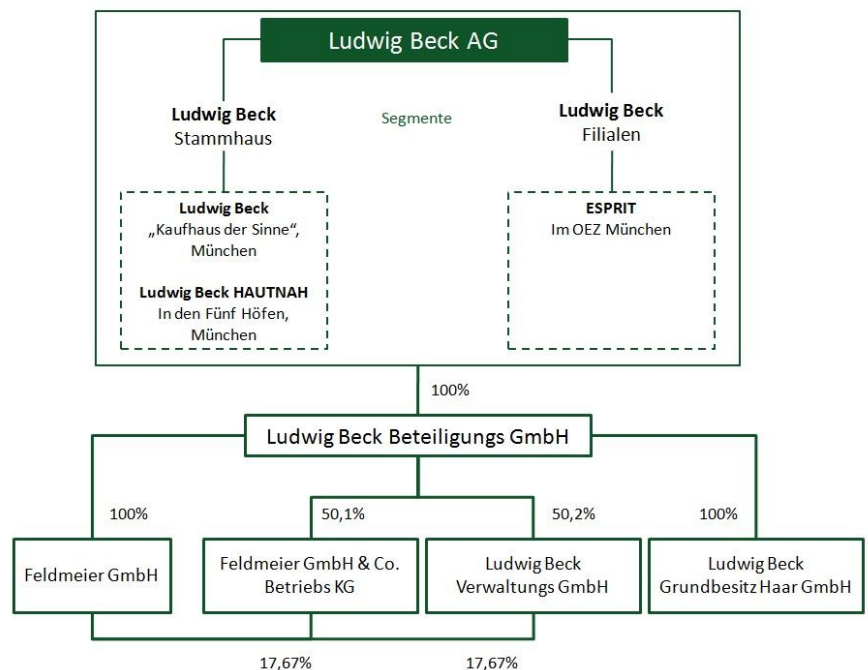
|   | 2009         | 2010         | 2011e        | 2012e        | 2013e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in Mio. EUR, Kurs: 19,21 |              |              |              |              |              |
| <b>Umsatz</b>   | <b>87,2</b>  | <b>90,1</b>  | <b>87,4</b>  | <b>89,6</b>  | <b>92,7</b>  |
| <i>Veränderung</i>  | 1,2%         | 3,3%         | -3,0%        | 2,5%         | 3,5%         |
| <b>EBITDA</b>   | <b>13,3</b>  | <b>16,9</b>  | <b>15,7</b>  | <b>16,7</b>  | <b>17,1</b>  |
| <i>EBITDA-Marge</i>   | 15,3%        | 18,7%        | 17,9%        | 18,6%        | 18,5%        |
| <b>EBIT</b>   | <b>9,8</b>   | <b>13,7</b>  | <b>12,6</b>  | <b>13,7</b>  | <b>14,3</b>  |
| <i>EBIT-Marge</i>   | 11,2%        | 15,2%        | 14,4%        | 15,3%        | 15,4%        |
| <b>Nettoergebnis</b>  | <b>2,2</b>   | <b>6,4</b>   | <b>8,4</b>   | <b>7,1</b>   | <b>7,6</b>   |
| <i>Nettoergebnis-Marge</i>  | 2,6%         | 7,1%         | 9,6%         | 7,9%         | 8,2%         |
| <b>Ergebnis je Aktie</b>  | <b>0,60</b>  | <b>1,74</b>  | <b>2,28</b>  | <b>1,91</b>  | <b>2,07</b>  |
| <b>Free-Cash-Flow je Aktie</b>                                      | <b>2,58</b>  | <b>2,52</b>  | <b>1,56</b>  | <b>2,19</b>  | <b>2,33</b>  |
| <b>Dividende je Aktie</b>   | <b>0,30</b>  | <b>0,35</b>  | <b>0,40</b>  | <b>0,45</b>  | <b>0,45</b>  |
| <i>Dividendenrendite</i>  | 1,6%         | 1,8%         | 2,1%         | 2,3%         | 2,3%         |
| <b>EV/Umsatz</b>  | <b>1,19</b>  | <b>1,15</b>  | <b>1,19</b>  | <b>1,16</b>  | <b>1,12</b>  |
| <b>EV/EBITDA</b>  | <b>7,81</b>  | <b>6,16</b>  | <b>6,64</b>  | <b>6,25</b>  | <b>6,07</b>  |
| <b>EV/EBIT</b>  | <b>10,64</b> | <b>7,57</b>  | <b>8,25</b>  | <b>7,59</b>  | <b>7,30</b>  |
| <b>KGV</b>  | <b>32,02</b> | <b>11,04</b> | <b>8,43</b>  | <b>10,06</b> | <b>9,28</b>  |
| <b>ROCE</b>   | <b>9,9%</b>  | <b>14,3%</b> | <b>13,1%</b> | <b>14,2%</b> | <b>14,7%</b> |

Quellen: Montega (Prognosen), CapitalIQ (Kurse), Unternehmen

## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die heutige Ludwig Beck AG wurde 1861 von Ludwig Beck als Knopfmacher- und Posamentierwerkstätte gegründet. Heute vertreibt das Einzelhandelsunternehmen hochwertige Mode-, Beauty- und Lifestyle-Produkte. Zudem verfügt Ludwig Beck über eine ausgezeichnete Musikabteilung mit dem größten Sortiment an Klassik, Jazz und Weltmusik Kontinentaleuropas. Das Stammhaus des Unternehmens, das „Kaufhaus der Sinne“ am Marienplatz im Herzen Münchens ist nicht nur für Münchner, sondern auch für Touristen aus aller Welt eine echte Institution und bekannt für außergewöhnliche Inszenierungen und ein hochwertiges Shopping-Erlebnis.

Mit durchschnittlich 513 Mitarbeitern erzielte das Unternehmen in 2010 einen Nettoumsatz von 90,1 Mio. Euro und ein EBIT von 13,7 Mio. Euro.



### Vom „Königlich Bayerischen Hofposamentier“ zum „Kaufhaus der Sinne“

Ludwig Beck ist eines der traditionsreichsten Einzelhandelsunternehmen Deutschlands und blickt auf eine 150-jährige, sehr bewegte Geschichte zurück. Eckpunkte dieser Historie werden im Folgenden kurz dargestellt.

- 1861** Gründung der Knopfmacher- und Posamentierwerkstätte durch Ludwig Beck
- 1876** LUDWIG BECK beliefert die Märchenschlösser Ludwigs II. mit Gold- und Silberposamenten und erhält dafür den Titel "Königlich Bayerischer Hofposamentier".
- 1892** Erweiterung der Angebotspalette. Zu Knöpfen, Kurzwaren, Posamenten, Bändern und Spitzen werden Seidenstoffe, Weißware und Modewaren aufgenommen.
- 1921** Zum 60-jährigen Jubiläum arbeiten bereits 61 Mitarbeiter für LUDWIG BECK - 44 Angestellte im kaufmännischen Bereich und 17 Werkleute im technischen Betrieb.
- 1938** Posamentenwerkstatt "LUDWIG BECK Posamentier" wird an den Textilkaufmann Gustl Feldmeier verkauft. Der firmiert das Unternehmen in "LUDWIG BECK am Rathauseck" um. Mittlerweile beschäftigt das Unternehmen 138 Angestellte.
- 1945** Das Geschäftshaus wird im Krieg völlig zerstört und das Unternehmen muss auf einen Ausweichbetrieb ausweichen.
- 1948** Die Firmen LUDWIG BECK am Rathauseck und das Textilhaus Feldmeier und Sohn fusionieren zur "LUDWIG BECK am Rathauseck – Textilhaus Feldmeier KG". Die Geschäftsräume werden in alter Pracht wieder aufgebaut.

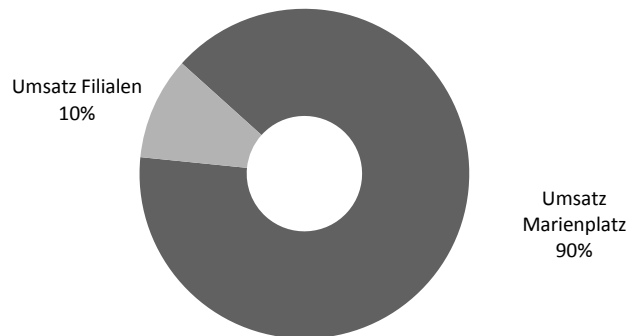
- 1953** Das Unternehmen beschäftigt mittlerweile 409 Mitarbeiter. Der Jahresumsatz beläuft sich auf 12,4 Mio. DM.
- 1954** Gustl Feldmaier erwirbt das heutige Stammhaus am Marienplatz. Das Kaufhaus wird entscheidend vergrößert und zu einer echten Münchener Institution ausgebaut.
- 1972** Die erste Filiale wird eröffnet: pünktlich zu den Olympischen Spielen im Münchner Olympiaeinkaufszentrum.
- 1974** Unter Mitwirkung zahlreicher Kunsthandwerker und Künstler präsentiert Ludwig Beck am Marienplatz das erste „Weihnachtshaus“, das bis heute nicht mehr vom Münchner Advent wegzudenken ist.
- 1982** Ludwig Beck eröffnet eine Filiale im Trump Tower in New York. Das Geschäft bleibt jedoch deutlich hinter den Erwartungen zurück. Die Filiale wird 1985 wieder geschlossen.
- 1987** Weitere Expansion durch deutschlandweite Filialgründungen (z.B. Hamburg). Der Erfolg bleibt aus und die Filialen werden nach wenigen Jahren wieder aufgegeben.
- 1992** Ludwig Beck wird zur Aktiengesellschaft, das Stammhaus am Marienplatz positioniert sich neu als „Kaufhaus der Sinne“ und in Köln wird ein neues Ludwig Beck Kaufhaus eröffnet.
- 1995** Obwohl das Geschäft vielversprechend anläuft, wird das Kölner Kaufhaus bereits nach drei Jahren wieder geschlossen. Das Unternehmen ist zu diesem Zeitpunkt unterkapitalisiert und hat sich mit der Investition übernommen.
- 1998** Ludwig Beck geht nach einem konsequenten Konsolidierungskurs an die Börse.
- 2001** LUDWIG BECK gründet die LUDWIG BECK Beteiligungs GmbH und beteiligt sich mehrheitlich an der Immobilie am Marienplatz.
- 2002** Neue vertikale Vertriebsstrategie: Ludwig Beck gründet die Ludwig Beck Vertriebs GmbH, die als Franchisenehmer Monolabel Stores in München und anderen Städten eröffnet.
- 2003** Das schwierigste Jahr seit Börsengang: Jahresfehlbetrag von 1,1 Mio. Euro
- 2004** Umbau des Stammhauses im Zuge der Trading Up-Strategie
- 2005** Ludwig Beck erzielt wieder Gewinn und schüttet eine Dividende von 0,10 Euro aus.
- 2007** Groß angelegter Umbau des Stammhauses. Trotz Flächenstilllegungen wegen Baumaßnahmen verzeichnet Ludwig Beck einen erneuten Umsatzanstieg und steigert den Gewinn auf 2,6 Mio. Euro. Die Dividende wird nach 0,20 Euro in 2006 auf 0,30 Euro je Aktie erhöht.
- 2008** Ludwig Beck wird mit dem Fassadenpreis der Stadt München ausgezeichnet und die neue Musikabteilung belegt den 1. Platz beim „Retail Renovation Award“ des renommierten US-Magazins VM/SD.
- 2010** Im Zuge einer stärkeren Konzentration auf das Kerngeschäft werden etliche Filialen geschlossen. Für die Musikabteilung erhält das Unternehmen den ECHO Jazz als Händler des Jahres. Zudem wird mit dem LUDWIG BECK Preis "Sterne der Wäsche" der Zeitschrift SOUS die Abteilung für Lingerie & Dessous geehrt.

### Segmentbetrachtung

Ludwig Beck unterscheidet die operativen Segmente „Marienplatz“ und „Filialen“. Dabei ist das Stammhaus am Marienplatz das mit Abstand bedeutendste Segment. Hier erzielte das Unternehmen 2010 mit 81 Mio. Euro knapp 90% des Konzernumsatzes (netto). Das Segmentergebnis betrug 21,4 Mio. Euro.

Zu dem Segment Filialen zählten in 2010 eine ESPRIT-Filiale im Münchner Olympiaeinkaufszentrum sowie eine Ludwig Beck Filiale in der City-Galerie Augsburg, die jedoch im Frühjahr 2011 im Rahmen der stärkeren Konzentration auf den Standort am Marienplatz geschlossen wurde. Insgesamt entfielen in 2010 auf dieses Segment Netto-Umsatzerlöse von 9,1 Mio. Euro (Umsatzanteil: 10%). Das Segmentergebnis betrug hier 0,9 Mio. Euro.

### Umsatzsplit Ludwig Beck AG in 2010



Quellen: Eigene Darstellung, Ludwig Beck AG

### Erfahrenes Management

Die Ludwig Beck AG wird durch ein erfahrenes Management repräsentiert. Als Vorstand ist das Management für die Unternehmenspolitik, die Strategie des Unternehmens sowie für die Budgets und Ressourcen verantwortlich.

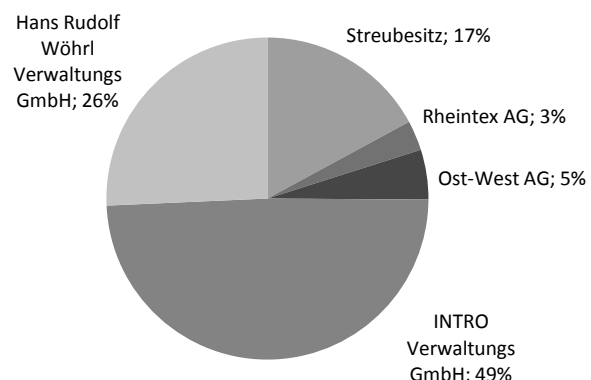
**Dieter Münch** ist seit April 1998 im Vorstand der Ludwig Beck AG. Als Vorstandsmitglied ist er für die Bereiche Personal, Finanzen und IT zuständig. Seine Karriere bei Ludwig Beck begann bereits während des betriebswirtschaftlichen Studiums als Praktikant in München. Nach seinem erfolgreich abgeschlossenen Studium als Diplom-Betriebswirt (FH) startete Herr Münch seinen Werdegang im Controlling der Ludwig Beck AG.

**Christian Greiner** ist seit Januar 2011 als Vorstandsmitglied für die Ludwig Beck AG tätig. In seiner Funktion ist er verantwortlich für die Abteilungen Einkauf, Verkauf und Marketing. Vor seiner Tätigkeit bei Ludwig Beck sammelte Herr Greiner umfangreiche Erfahrungen als Geschäftsführer bei der Wöhrl AG, INTRO Retail & Media GmbH und Kreativagentur nuts communication GmbH. Damit verfügt er gleichzeitig auch über einschlägige Branchenkenntnisse in den Bereichen Fashion und Marketing.

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Ludwig Beck AG von 9.446.117,50 Euro teilt sich in 3,695 Mio. Aktien auf. Hiervon befinden sich derzeit 17,1% in Streubesitz, während die restlichen Anteile von institutionellen Investoren gehalten werden. Größte Einzelaktionäre sind die Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH (25,7%) und die INTRO Verwaltungs GmbH (49,2%), die ebenfalls Herrn Wöhrl zuzuordnen ist. Insgesamt vereinen beide Gesellschaften 74,9% des Grundkapitals.

### Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: Ludwig Beck AG

## ANHANG

## DCF Modell

| Angaben in Mio. EUR                 | 2011e       | 2012e       | 2013e       | 2014e       | 2015e       | 2016e        | 2017e        | Terminal Value |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                       | <b>87,4</b> | <b>89,6</b> | <b>92,7</b> | <b>95,5</b> | <b>97,9</b> | <b>100,0</b> | <b>101,7</b> | <b>103,2</b>   |
| Veränderung                         | -3,0%       | 2,5%        | 3,5%        | 3,0%        | 2,5%        | 2,1%         | 1,7%         | 1,5%           |
| <b>EBIT</b>                         | <b>12,6</b> | <b>13,7</b> | <b>14,3</b> | <b>14,6</b> | <b>13,7</b> | <b>13,2</b>  | <b>12,6</b>  | <b>12,0</b>    |
| EBIT-Marge                          | 14,4%       | 15,3%       | 15,4%       | 15,3%       | 14,0%       | 13,2%        | 12,4%        | 11,6%          |
| <b>NOPAT</b>                        | <b>10,1</b> | <b>8,9</b>  | <b>9,3</b>  | <b>9,5</b>  | <b>8,9</b>  | <b>8,5</b>   | <b>8,2</b>   | <b>7,8</b>     |
| <b>Abschreibungen</b>               | <b>3,1</b>  | <b>3,0</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,3</b>   | <b>2,1</b>   | <b>2,2</b>     |
| in % vom Umsatz                     | 3,5%        | 3,3%        | 3,1%        | 2,8%        | 2,5%        | 2,3%         | 2,0%         | 2,2%           |
| <b>Liquiditätsveränderung</b>       |             |             |             |             |             |              |              |                |
| - Working Capital                   | 0,4         | -0,2        | -0,3        | -0,2        | -0,2        | -0,2         | -0,1         | -0,1           |
| - Investitionen                     | -2,1        | -2,1        | -2,1        | -2,2        | -2,4        | -2,5         | -2,5         | -2,6           |
| Investitionsquote                   | 2,4%        | 2,3%        | 2,3%        | 2,3%        | 2,5%        | 2,5%         | 2,5%         | 2,5%           |
| Übriges                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0            |
| <b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b> | <b>11,4</b> | <b>9,6</b>  | <b>9,7</b>  | <b>9,7</b>  | <b>8,7</b>  | <b>8,2</b>   | <b>7,6</b>   | <b>7,3</b>     |
| <b>WACC</b>                         | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b> | <b>7,2%</b>  | <b>7,2%</b>  | <b>7,2%</b>    |
| Present Value                       | 11,3        | 8,9         | 8,4         | 7,8         | 6,5         | 5,7          | 4,9          | 77,5           |
| <b>Kumuliert</b>                    | <b>11,3</b> | <b>20,2</b> | <b>28,5</b> | <b>36,3</b> | <b>42,9</b> | <b>48,5</b>  | <b>53,5</b>  | <b>131,0</b>   |

## Wertermittlung (Mio. EUR)

|                           |             |
|---------------------------|-------------|
| Total present value (Tpv) | 131,0       |
| Terminal Value            | 77,5        |
| Anteil vom Tpv-Wert       | 59%         |
| Verbindlichkeiten         | 37,9        |
| Liquide Mittel            | 4,8         |
| <b>Eigenkapitalwert</b>   | <b>97,9</b> |

|                            |              |
|----------------------------|--------------|
| Aktienzahl (Mio.)          | 3,70         |
| <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>26,50</b> |
| <b>+Upside / -Downside</b> | <b>38%</b>   |
| <b>Aktienkurs (EUR)</b>    | <b>19,21</b> |
| <b>Modellparameter</b>     |              |
| Fremdkapitalquote          | 40,0%        |
| Fremdkapitalzins           | 8,5%         |
| Marktrendite               | 9,0%         |
| risikofreie Rendite        | 2,50%        |
| Beta                       | 0,90         |
| WACC                       | 7,2%         |
| ewiges Wachstum            | 1,5%         |

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

|                                |           |       |
|--------------------------------|-----------|-------|
| Kurzfristiges Umsatzwachstum   | 2011-2014 | 3,0%  |
| Mittelfristiges Umsatzwachstum | 2011-2016 | 2,7%  |
| Langfristiges Umsatzwachstum   | ab 2018   | 1,5%  |
| EBIT-Marge                     | 2011-2014 | 15,1% |
| EBIT-Marge                     | 2011-2016 | 14,6% |
| Langfristige EBIT-Marge        | ab 2018   | 11,6% |

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR) ewiges Wachstum

| WACC         | 0,75%        | 1,25%        | 1,50%        | 1,75%        | 2,25%        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 7,72%        | 20,20        | 21,28        | 21,88        | 22,53        | 23,98        |
| 7,47%        | 22,00        | 23,29        | 24,01        | 24,79        | 26,57        |
| <b>7,22%</b> | <b>24,07</b> | <b>25,62</b> | <b>26,50</b> | <b>27,46</b> | <b>29,67</b> |
| 6,97%        | 26,49        | 28,39        | 29,48        | 30,67        | 33,47        |
| 6,72%        | 29,35        | 31,72        | 33,08        | 34,60        | 38,22        |

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR) EBIT-Marge ab 2018e

| WACC         | 11,13%       | 11,38%       | 11,63%       | 11,88%       | 12,13%       |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 7,72%        | 21,11        | 21,50        | 21,88        | 22,26        | 22,65        |
| 7,47%        | 23,15        | 23,58        | 24,01        | 24,43        | 24,86        |
| <b>7,22%</b> | <b>25,54</b> | <b>26,02</b> | <b>26,50</b> | <b>26,99</b> | <b>27,47</b> |
| 6,97%        | 26,90        | 27,41        | 27,92        | 28,44        | 28,95        |

| G&V (in Mio. EUR) Ludwig Beck Konzern               | 2009        | 2010        | 2011e       | 2012e       | 2013e       |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Umsatz</b>                                       | <b>87,2</b> | <b>90,1</b> | <b>87,4</b> | <b>89,6</b> | <b>92,7</b> |
| aktivierte Eigenleistung                            | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,1         |
| Materialkosten                                      | 44,2        | 44,6        | 43,7        | 44,8        | 46,4        |
| Personalaufwand                                     | 16,8        | 17,0        | 16,4        | 16,8        | 17,4        |
| sonstige betriebliche Aufwendungen                  | 15,9        | 15,1        | 15,1        | 14,5        | 15,0        |
| Sonstige betriebliche Erträge                       | 3,0         | 3,5         | 3,5         | 3,2         | 3,2         |
| <b>EBITDA</b>                                       | <b>13,3</b> | <b>16,9</b> | <b>15,7</b> | <b>16,7</b> | <b>17,1</b> |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                      | 3,3         | 3,0         | 2,9         | 2,8         | 2,7         |
| <b>EBITA</b>  | <b>10,0</b> | <b>13,9</b> | <b>12,8</b> | <b>13,8</b> | <b>14,4</b> |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände      | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBIT</b>   | <b>9,8</b>  | <b>13,7</b> | <b>12,6</b> | <b>13,7</b> | <b>14,3</b> |
| Zinsertrag  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Zinsaufwendungen                                    | 2,8         | 3,2         | 2,2         | 2,7         | 2,3         |
| Finanzergebnis                                      | -3,4        | -3,8        | -2,1        | -2,8        | -2,5        |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b> | <b>6,4</b>  | <b>9,9</b>  | <b>10,5</b> | <b>10,9</b> | <b>11,8</b> |
| Außerordentliches Ergebnis                          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBT</b>  | <b>6,4</b>  | <b>9,9</b>  | <b>10,5</b> | <b>10,9</b> | <b>11,8</b> |
| EE-Steuern  | 4,1         | 3,5         | 2,1         | 3,8         | 4,1         |
| <b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>       | <b>2,2</b>  | <b>6,4</b>  | <b>8,4</b>  | <b>7,1</b>  | <b>7,6</b>  |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| G&V (in % vom Umsatz) Ludwig Beck Konzern           | 2009          | 2010          | 2011e         | 2012e         | 2013e         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Umsatzerlöse</b>                                 | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |
| aktivierte Eigenleistung                            | 0,1%          | 0,1%          | 0,1%          | 0,1%          | 0,1%          |
| Materialkosten                                      | 50,7%         | 49,5%         | 50,0%         | 50,0%         | 50,0%         |
| Personalaufwand                                     | 19,3%         | 18,9%         | 18,8%         | 18,8%         | 18,8%         |
| sonstige betriebliche Aufwendungen                  | 18,3%         | 16,7%         | 17,3%         | 16,2%         | 16,2%         |
| Sonstige betriebliche Erträge                       | 3,4%          | 3,9%          | 4,0%          | 3,5%          | 3,4%          |
| <b>EBITDA</b>                                       | <b>15,3%</b>  | <b>18,7%</b>  | <b>17,9%</b>  | <b>18,6%</b>  | <b>18,5%</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                      | 3,8%          | 3,3%          | 3,3%          | 3,1%          | 3,0%          |
| <b>EBITA</b>  | <b>11,4%</b>  | <b>15,4%</b>  | <b>14,6%</b>  | <b>15,5%</b>  | <b>15,5%</b>  |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände      | 0,2%          | 0,2%          | 0,2%          | 0,2%          | 0,1%          |
| Impairment Charges und Amortisation Goodwill        | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>EBIT</b>   | <b>11,2%</b>  | <b>15,2%</b>  | <b>14,4%</b>  | <b>15,3%</b>  | <b>15,4%</b>  |
| Zinsertrag  | 0,1%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| Zinsaufwendungen                                    | 3,2%          | 3,6%          | 2,5%          | 3,0%          | 2,5%          |
| Finanzergebnis                                      | -3,9%         | -4,3%         | -2,4%         | -3,2%         | -2,7%         |
| <b>Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b> | <b>7,3%</b>   | <b>11,0%</b>  | <b>12,0%</b>  | <b>12,1%</b>  | <b>12,7%</b>  |
| Außerordentliches Ergebnis                          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>EBT</b>  | <b>7,3%</b>   | <b>11,0%</b>  | <b>12,0%</b>  | <b>12,1%</b>  | <b>12,7%</b>  |
| EE-Steuern  | 4,7%          | 3,8%          | 2,4%          | 4,2%          | 4,4%          |
| <b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>       | <b>2,6%</b>   | <b>7,1%</b>   | <b>9,6%</b>   | <b>7,9%</b>   | <b>8,2%</b>   |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| Bilanz (in Mio. EUR) Ludwig Beck Konzern      | 2009         | 2010         | 2011e        | 2012e        | 2013e        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>AKTIVA</b>                                 |              |              |              |              |              |
| Immaterielle Vermögensgegenstände             | 3,0          | 3,0          | 3,0          | 2,9          | 2,9          |
| Sachanlagen                                   | 92,0         | 90,7         | 89,8         | 89,0         | 88,3         |
| Finanzanlagen                                 | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Anlagevermögen</b>                         | <b>95,0</b>  | <b>93,8</b>  | <b>92,8</b>  | <b>91,9</b>  | <b>91,2</b>  |
| Vorräte                                       | 8,3          | 8,8          | 8,5          | 8,7          | 9,0          |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände | 1,4          | 1,3          | 1,3          | 1,3          | 1,3          |
| Liquide Mittel                                | 4,4          | 4,8          | 3,3          | 3,9          | 6,4          |
| <b>Umlaufvermögen</b>                         | <b>14,3</b>  | <b>15,0</b>  | <b>13,2</b>  | <b>14,1</b>  | <b>16,9</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                            | <b>109,3</b> | <b>108,8</b> | <b>106,0</b> | <b>106,0</b> | <b>108,0</b> |
| <b>PASSIVA</b>                                |              |              |              |              |              |
| <b>Eigenkapital</b>                           | <b>42,8</b>  | <b>47,6</b>  | <b>55,2</b>  | <b>60,1</b>  | <b>66,6</b>  |
| <b>Anteile Dritter</b>                        | <b>9,0</b>   | <b>9,3</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>   |
| <b>Rückstellungen</b>                         | <b>1,5</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,6</b>   | <b>0,6</b>   |
| Zinstragende Verbindlichkeiten                | 44,7         | 37,3         | 41,4         | 35,4         | 30,9         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                    | 11,4         | 14,1         | 8,8          | 9,8          | 9,9          |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                      | <b>56,1</b>  | <b>51,3</b>  | <b>50,2</b>  | <b>45,2</b>  | <b>40,8</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                            | <b>109,3</b> | <b>108,8</b> | <b>106,0</b> | <b>106,0</b> | <b>108,0</b> |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

| Bilanz (in % der Bilanzsumme) Ludwig Beck Konzern | 2009          | 2010          | 2011e         | 2012e         | 2013e         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>AKTIVA</b>                                     |               |               |               |               |               |
| Immaterielle Vermögensgegenstände                 | 2,8%          | 2,8%          | 2,8%          | 2,7%          | 2,6%          |
| Sachanlagen                                       | 84,2%         | 83,4%         | 84,7%         | 84,0%         | 81,7%         |
| Finanzanlagen                                     | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          | 0,0%          |
| <b>Anlagevermögen</b>                             | <b>86,9%</b>  | <b>86,2%</b>  | <b>87,5%</b>  | <b>86,7%</b>  | <b>84,4%</b>  |
| Vorräte   | 7,6%          | 8,1%          | 8,0%          | 8,2%          | 8,4%          |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände     | 1,3%          | 1,2%          | 1,2%          | 1,2%          | 1,2%          |
| Liquide Mittel                                    | 4,0%          | 4,4%          | 3,1%          | 3,7%          | 5,9%          |
| <b>Umlaufvermögen</b>                             | <b>13,1%</b>  | <b>13,8%</b>  | <b>12,5%</b>  | <b>13,3%</b>  | <b>15,6%</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                                | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |
| <b>PASSIVA</b>                                    |               |               |               |               |               |
| <b>Eigenkapital</b>                               | <b>39,1%</b>  | <b>43,7%</b>  | <b>52,1%</b>  | <b>56,8%</b>  | <b>61,7%</b>  |
| <b>Anteile Dritter</b>                            | <b>8,2%</b>   | <b>8,5%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   | <b>0,0%</b>   |
| <b>Rückstellungen</b>                             | <b>1,3%</b>   | <b>0,6%</b>   | <b>0,6%</b>   | <b>0,6%</b>   | <b>0,6%</b>   |
| Zinstragende Verbindlichkeiten                    | 40,9%         | 34,3%         | 39,1%         | 33,4%         | 28,6%         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                        | 10,5%         | 12,9%         | 8,3%          | 9,2%          | 9,1%          |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                          | <b>51,3%</b>  | <b>47,2%</b>  | <b>47,3%</b>  | <b>42,7%</b>  | <b>37,8%</b>  |
| <b>Bilanzsumme</b>                                | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

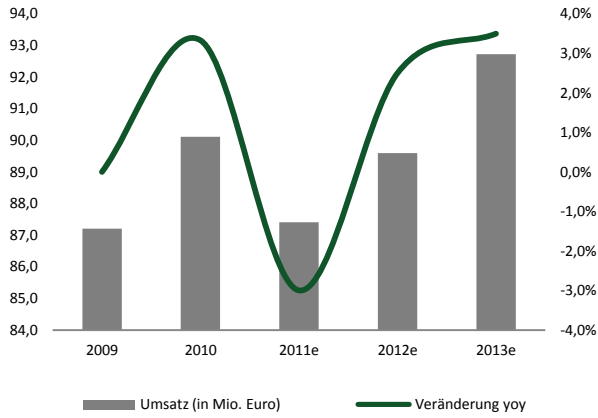
| Kapitalflussrechnung (in Mio. EUR) Ludwig Beck Konzern | 2009        | 2010        | 2011e        | 2012e       | 2013e       |
|--|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Ergebnis vor Ertragssteuern                            | 6,4         | 9,9         | 10,5         | 10,9        | 11,8        |
| Abschreibung Anlagevermögen                            | 3,3         | 3,0         | 2,9          | 2,8         | 2,7         |
| Amortisation Goodwill                                  | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände         | 0,2         | 0,1         | 0,1          | 0,1         | 0,1         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen                | 0,9         | -0,9        | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen       | 0,1         | 0,0         | -0,1         | 0,2         | 0,2         |
| <b>Cash Flow</b>                                       | <b>10,9</b> | <b>12,1</b> | <b>13,5</b>  | <b>14,0</b> | <b>14,8</b> |
| Ertragssteuerzahlungen                                 | -0,7        | -1,5        | -6,0         | -3,7        | -3,8        |
| Veränderung Vorräte                                    | 0,7         | -0,4        | 0,3          | -0,2        | -0,3        |
| Veränderung Forderungen aus L+L                        | 0,2         | 0,1         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen           | -3,9        | 0,3         | 0,1          | 0,0         | 0,1         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten            | 4,3         | 0,5         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital                            | 1,2         | 0,4         | 0,4          | -0,2        | -0,3        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>              | <b>11,6</b> | <b>11,2</b> | <b>7,9</b>   | <b>10,1</b> | <b>10,8</b> |
| CAPEX  | -2,1        | -1,9        | -2,1         | -2,1        | -2,1        |
| Auszahlungen für Akquisitionen                         | 0,0         | 0,0         | -10,1        | 0,0         | 0,0         |
| Finanzanlageninvestitionen                             | -0,1        | -0,1        | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Erlöse aus Anlageabgängen                              | 0,0         | 0,1         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>             | <b>-2,2</b> | <b>-1,9</b> | <b>-12,2</b> | <b>-2,1</b> | <b>-2,1</b> |
| Dividendenzahlung                                      | -1,1        | -1,3        | -1,3         | -1,5        | -1,7        |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten                    | -4,4        | -7,4        | 4,2          | -6,0        | -4,5        |
| Erwerb eigener Aktien                                  | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Kapitalmaßnahmen                                       | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| Sonstiges  | -0,1        | -0,2        | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>            | <b>-5,6</b> | <b>-8,9</b> | <b>2,9</b>   | <b>-7,5</b> | <b>-6,2</b> |
| Effekte aus Wechselkursänderungen                      | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         |
| <b>Veränderung liquide Mittel</b>                      | <b>3,8</b>  | <b>0,4</b>  | <b>-1,5</b>  | <b>0,6</b>  | <b>2,5</b>  |
| <b>Endbestand liquide Mittel</b>                       | <b>4,4</b>  | <b>4,8</b>  | <b>3,3</b>   | <b>3,9</b>  | <b>6,4</b>  |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

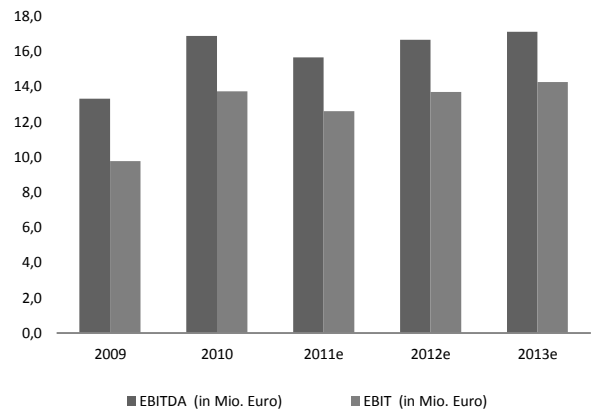
| Kennzahlen Ludwig Beck Konzern                      | 2009   | 2010   | 2011e  | 2012e  | 2013e  |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Operative Effizienz</b>                          |        |        |        |        |        |
| Operativer Aufwand / Umsatz (%)                     | 92,3%  | 88,7%  | 89,6%  | 88,3%  | 88,1%  |
| EBIT-Rendite (%)                                    | 11,2%  | 15,2%  | 14,4%  | 15,3%  | 15,4%  |
| EBITDA / Operating Assets (%)                       | 13,3%  | 17,1%  | 16,1%  | 17,2%  | 17,8%  |
| ROA (%)   | 2,3%   | 6,9%   | 9,1%   | 7,7%   | 8,4%   |
| <b>Kapitaleffizienz</b>                             |        |        |        |        |        |
| Umschlag des Sachanlagevermögens                    | 0,9    | 1,0    | 1,0    | 1,0    | 1,1    |
| Operativer Kapitalumschlag                          | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 0,9    | 1,0    |
| Umschlag des eingesetzten Kapitals                  | 0,9    | 1,0    | 0,9    | 0,9    | 0,9    |
| <b>Kapitalverzinsung</b>                            |        |        |        |        |        |
| ROCE (%)  | 9,9%   | 14,3%  | 13,1%  | 14,2%  | 14,7%  |
| EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)            | 13,4%  | 17,5%  | 16,3%  | 17,2%  | 17,6%  |
| ROE (%)   | 5,2%   | 13,5%  | 15,2%  | 11,7%  | 11,5%  |
| ROIC (%)  | 2,2%   | 6,6%   | 8,6%   | 7,3%   | 7,7%   |
| <b>Solvenz</b>                                      |        |        |        |        |        |
| Nettoverschuldung zum Jahresende                    | 40.262 | 32.479 | 38.113 | 31.505 | 24.543 |
| Net Gearing (%)                                     | 94,2%  | 68,3%  | 69,0%  | 52,4%  | 36,8%  |
| Zinstragende Verbindlichkeiten / Eigenkapital (%)   | 104,5% | 78,4%  | 75,0%  | 58,9%  | 46,4%  |
| Current Ratio                                       | 0,7    | 0,7    | 0,6    | 0,8    | 1,1    |
| Acid Test Ratio                                     | 0,3    | 0,3    | 0,2    | 0,3    | 0,5    |
| <b>Kapitalfluss</b>                                 |        |        |        |        |        |
| Free Cash Flow (Mio. EUR)                           | 9.540  | 9.320  | 5.759  | 8.086  | 8.625  |
| Free Cash Flow / Umsatz (%)                         | 10,9%  | 10,3%  | 6,6%   | 9,0%   | 9,3%   |
| Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)                      | 11.651 | 15.302 | 13.862 | 14.886 | 15.297 |
| Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)                    | 13,4%  | 17,0%  | 15,9%  | 16,6%  | 16,5%  |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)               | 431,5% | 144,7% | 68,4%  | 114,5% | 112,9% |
| Zinsertrag / durchschn. Liquide Mittel (%)          | 1,9%   | 0,2%   | 0,3%   | 0,3%   | 0,2%   |
| Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%) | 6,0%   | 7,9%   | 5,6%   | 6,9%   | 7,0%   |
| Dividend Payout Ratio (%)                           | 50,1%  | 20,1%  | 17,5%  | 23,6%  | 21,8%  |
| <b>Mittelverwendung</b>                             |        |        |        |        |        |
| Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)                | -2,5%  | -2,2%  | -2,4%  | -2,3%  | -2,3%  |
| Capex / Abschreibungen (%)                          | -61,2% | -63,4% | -68,6% | -69,7% | -74,2% |
| Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)             | 7,2%   | 8,7%   | 8,8%   | 8,4%   | 8,4%   |
| Verbindlichkeiten LuL / Forderungen LuL (%)         | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| Umsatz/Vorräte (Tage)                               | 35     | 36     | 36     | 36     | 36     |
| Umsatz/ Forderungen LuL (Tage)                      | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| Umsatz/Verbindlichkeiten LuL (Tage)                 | 5      | 6      | 7      | 7      | 7      |
| Cash Conversion Cycle (Tage)                        | 33     | 32     | 31     | 31     | 31     |
| WC/EV   | 0,0    | 71,8   | 68,4   | 70,1   | 72,6   |

Quellen: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

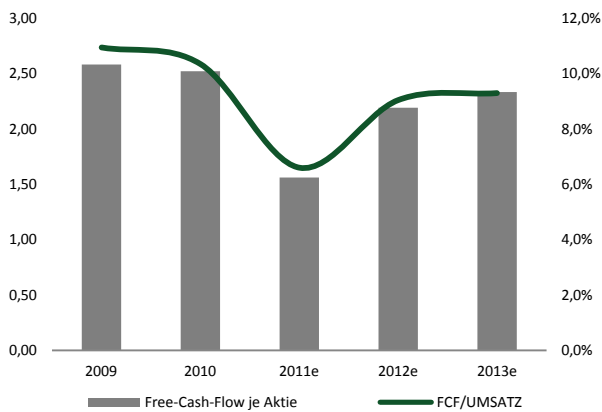
Umsatzentwicklung



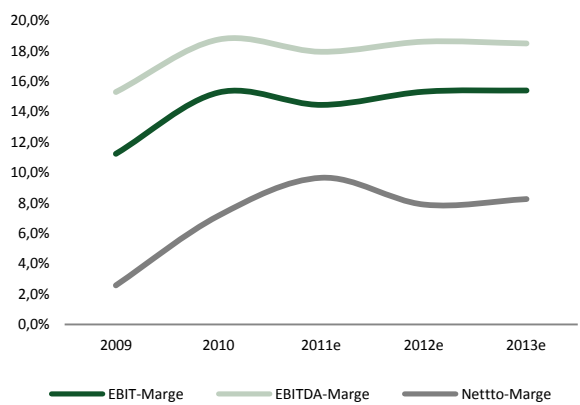
Ergebnisentwicklung



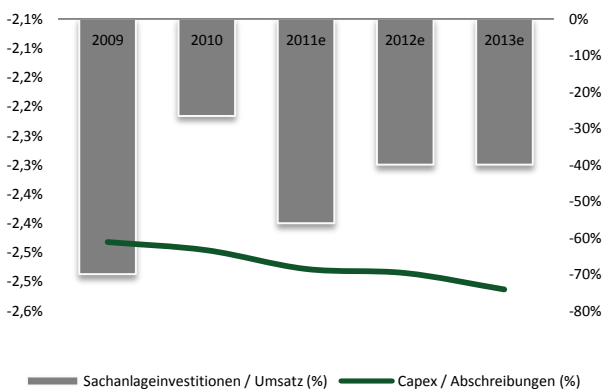
Free-Cash-Flow Entwicklung



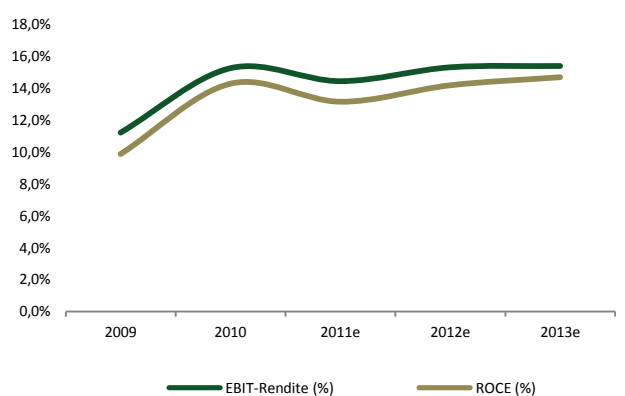
Margenentwicklung



Investitionen



Ebit-Rendite / ROCE



## DISCLAIMER

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zu einem Kauf oder einem Verkauf irgendwelches Wertpapiers dar. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Dieses Dokument enthält lediglich eine unverbindliche Meinungsäußerung zu den angesprochenen Anlageinstrumenten und den Marktverhältnissen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Dokuments. Aufgrund des Inhalts, der der allgemeinen Information dient, ersetzt dieses Dokument bei Anlageentscheidungen nicht die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung und vermittelt nicht die für eine Anlageentscheidung grundlegenden Informationen, die in anderen Quellen, insbesondere in ordnungsgemäß genehmigten Prospekten, formuliert sind.

Alle in diesem Dokument verwendeten Daten und die getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für deren Richtigkeit oder für deren Vollständigkeit. Enthaltene Meinungsäußerungen geben die persönliche Einschätzung des Autors zu einem bestimmten Zeitpunkt wieder. Diese Meinungen können jederzeit und ohne Ankündigung geändert werden. Eine Haftung des Analysten oder der ihn beauftragenden Institutionen sowohl für direkte als auch für indirekte Schäden ist ausgeschlossen. Dieser vertrauliche Bericht wird nur einem begrenzten Empfängerkreis zugänglich gemacht. Eine Weitergabe oder Verteilung an Dritte ist nur mit Genehmigung durch Montega zulässig. Alle gültigen Kapitalmarktregeln, die Erstellung, Inhalt und Vertrieb von Research in den verschiedenen nationalen Rechtsgebieten betreffen, sind anzuwenden und sowohl vom Lieferanten als auch vom Empfänger einzuhalten.

Verbreitung im Vereinigten Königreich: Das Dokument ist nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die berechnete Personen oder freigestellte Personen im Sinne des Financial Services Act 1986 oder eines auf seiner Grundlage erfolgten Beschlusses sind, oder an Personen, die in Artikel 11 (3) des Financial Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind, und es ist nicht beabsichtigt, dass sie direkt oder indirekt an einen anderen Kreis von Personen weiter-geleitet werden. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über mögliche Interessenkonflikte (Stand: 05.01.2012):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Die Finanzanalyse wurde dem Emittenten vor ihrer Veröffentlichung zugänglich gemacht.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums (bzw. des Vortags), soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

### **Erklärung gemäß § 34b WpHG und FinAnV über zusätzliche Angaben (Stand: 05.01.2012):**

Die Aktualisierung der vorliegenden Publikation erfolgt bei Anlässen, die nach Einschätzung von Montega kursrelevant sein können. Auf das Einstellen der regelmäßigen Kommentierung von Anlässen im Zusammenhang mit dem Emittenten (Coverage) wird vorab hingewiesen.

### **Wesentliche Grundlagen und Maßstäbe der im Dokument enthaltenen Werturteile:**

Die Bewertungen, die den Anlageurteilen der Montega AG zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Group-Vergleiche, gegebenenfalls auf ein Sum-of-the-parts-Modell.

### **Bedeutung des Anlageurteils:**

**Kaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG steigt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Halten:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG bleibt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate stabil, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

**Verkaufen:** Nach Auffassung des Analysten der Montega AG fällt der Aktienkurs innerhalb der kommenden zwölf Monate, sofern textlich nicht ein anderer Zeithorizont explizit genannt wird.

### **Zuständige Aufsichtsbehörde:**

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht  
Lurgiallee 12

60439 Frankfurt

---

**Kurs- und Empfehlungs- Historie / tabellarisch**

---

| <b>Empfehlung</b>      | <b>Datum</b> | <b>Kursziel</b> | <b>Potenzial</b> |
|------------------------|--------------|-----------------|------------------|
| Erstschätzung (Kaufen) | 09.11.2011   | 26,50           | 27%              |
| Kaufen                 | 05.01.2012   | 26,50           | 38%              |

---