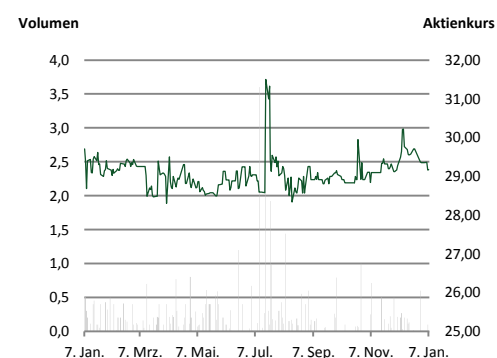


**Empfehlung:** Halten**Kursziel:** 29,50 Euro**Kurspotenzial:** 0 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	29,40 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	3,70
Marktkap. (in Mio. Euro)	108,6
Enterprise Value (in Mio. Euro)	151,7
Ticker	ECK
ISIN	DE0005199905

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	31,80
52 Wochen-Tief (in Euro)	28,00
3 M relativ zum CDAX	-7,3%
6 M relativ zum CDAX	3,8%



Quelle: Capital IQ  
 ■ Volume in Tsd. St. — Kurs in EUR

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	17,1%
INTRO Verwaltungs GmbH	49,2%
HRW Verwaltungs GmbH	25,7%
Ost-West AG	5,0%
Rheintex AG	3,0%

**Termine**

GB 2014	30. März 2015
Q1 Bericht	23. April 2015

**Prognosen Anpassung**

	2014e	2015e	2016e
Umsatz (alt)	87,0	93,0	96,7
Δ in %	-0,8%	-1,1%	-0,6%
EBIT (alt)	12,0	13,6	14,5
Δ in %	-2,2%	-3,5%	-3,1%
EPS (alt)	1,89	2,17	2,36
Δ in %	0,5%	1,8%	0,4%

**Analyst**

Tim Kruse, CFA  
 +49 40 41111 37 66  
 t.kruse@montega.de

**Publikation**

Comment 8. Januar 2015

**Ludwig Beck schlägt sich wacker**

Ludwig Beck hat heute die vorläufige Umsatzentwicklung für das Geschäftsjahr 2014 bekannt gegeben, die der folgenden Tabelle zu entnehmen ist.

Ludwig Beck AG - FY 2014	2014p	2014e	2013	yoy
Bruttoumsatz	102,7	103,5	102,1	0,5%

Quelle: Unternehmen, Montega

Angaben in Mio. Euro

Mit einem Umsatzplus von 0,5% konnte Ludwig Beck den Wert des Vorjahres zwar nur leicht übertreffen, die allgemeine Branchenentwicklung (laut Textilwirtschaft -3%) jedoch einmal mehr hinter sich lassen. Insbesondere das Jahresendgeschäft konnte sich mit einem flächenbereinigten Zuwachs von 8,2% im Dezember dem allgemein negativen Trend entziehen (Branche -4%). Aufgrund der herausfordernden Monate Oktober und November blieb für das vierte Quartal dennoch ein leichtes Minus bei den stationären Umsätzen stehen. Weiter erfreulich zeigt sich der Umsatz im Online-Handel, der einen deutlichen Umsatzzuwachs verzeichnete.

Betrachtet man die widrigen Rahmenbedingungen in der zweiten Jahreshälfte, ist die Umsatzentwicklung des stationären Handels in Q4 eine beachtliche Leistung. Der Umsatz mit der für Ludwig Beck wichtigen russischen Kundschaft (Umsatzanteil 2013: 5,5%) ist in der zweiten Jahreshälfte weiter zurückgegangen und dürfte ein deutlich zweistelliges Minus aufweisen. Zudem wurde im Oktober der Aufgang zum Haupteingang des Kaufhauses am Marienplatz wegen Sanierungsarbeiten geschlossen, was die Zugänglichkeit zum Haupteingang beträchtlich verschlechtert hat. Nach aktuellem Stand sollen die Umbauarbeiten in Q1/15 abgeschlossen sein. Da die Russlandkrise weiter anhält, gehen wir davon aus, dass beide Effekte auch die Entwicklung im ersten Quartal noch beeinträchtigen werden. Für das Gesamtjahr sind wir jedoch weiterhin positiv gestimmt. So wird die neu eröffnete und deutlich ausgeweitete Herrenabteilung im Untergeschoss einen spürbar positiven Umsatzeffekt haben. Hinzu kommt der Abschluss der Bauarbeiten am Marienplatz.

Zum Ergebnis wurde in der Meldung von heute keine Angabe gemacht. Da die Umsatzerwartung des Unternehmens jedoch weitestgehend erfüllt wurde (Zuwachs im unteren einstelligen Prozentbereich), erachten wir unsere Prognose eines leicht rückläufigen Jahresüberschusses weiterhin als plausibel.

**Fazit:** Ludwig Beck hat sich in einem Geschäftsjahr mit widrigen Rahmenbedingungen wacker geschlagen und damit einmal mehr die Stabilität des Geschäftsmodells unter Beweis gestellt. Im Anbetracht der aufgezeigten Herausforderungen in Q1 sehen wir die Trendwende jedoch noch nicht ganz erreicht, auch wenn der Blick auf den weiteren Jahresverlauf Mut macht. Entsprechend bestätigen wir unser Halten-Rating mit einem unveränderten Kursziel von 29,50 Euro.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	86,7	85,8	86,3	92,0	96,1
Veränderung yoy	-0,1%	-1,0%	0,5%	6,6%	4,5%
EBITDA	16,8	15,1	14,6	16,2	17,3
EBIT	13,9	12,3	11,7	13,1	14,1
Jahresüberschuss	8,6	7,4	7,0	8,2	8,7
Rohrertragsmarge	50,7%	50,8%	50,8%	50,7%	50,6%
EBITDA-Marge	19,4%	17,6%	17,0%	17,7%	18,0%
EBIT-Marge	16,0%	14,4%	13,6%	14,3%	14,6%
Net Debt	37,1	33,8	27,2	21,3	14,4
Net Debt/EBITDA	2,2	2,2	1,9	1,3	0,8
ROCE	14,6%	12,6%	12,0%	13,6%	14,6%
EPS	2,32	2,00	1,90	2,21	2,37
FCF je Aktie	1,00	1,64	2,30	2,20	2,51
Dividende	0,50	0,50	0,60	0,65	0,70
Dividendenrendite	1,7%	1,7%	2,0%	2,2%	2,4%
EV/Umsatz	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6
EV/EBITDA	9,0	10,1	10,4	9,3	8,8
EV/EBIT	10,9	12,3	12,9	11,5	10,8
KGV	12,7	14,7	15,5	13,3	12,4
P/B	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3

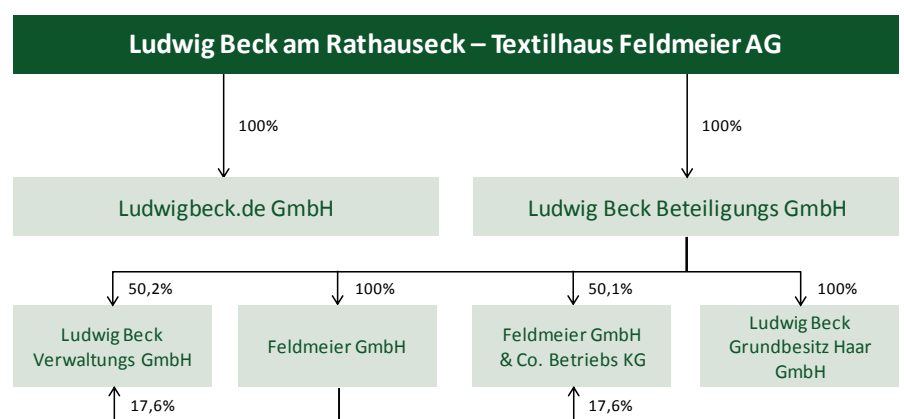
Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 29,40

## 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.

## Unternehmensstruktur



Quelle: Unternehmen

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

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

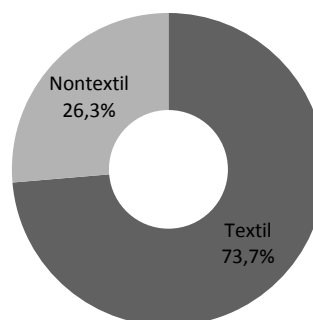
- 1861** Gründung der Knopfmacher- und Posamentierwerkstätte durch Ludwig Beck
- 1876** LUDWIG BECK beliefert die Märchenschlösser Ludwigs II. mit Gold- und Silberposamenten und erhält dafür den Titel "Königlich Bayerischer Hofposamentier".
- 1892** Erweiterung der Angebotspalette. Zu Knöpfen, Kurzwaren, 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.
- 2011** LUDWIG BECK feiert 150-jähriges Firmenjubiläum.
- 2012** Seit Dezember 2012 sind LUDWIG BECK Beauty-Produkte nun auch online erhältlich.

### Segmentbetrachtung

Ludwig Beck unterscheidet seit 2011 die operativen Segmente „Textil“ und „Non-Textil“. Mit einem Umsatzanteil von rund 74% und einem Ergebnisanteil von knapp 80% ist der Textilbereich das klar dominierende Segment (siehe Grafik S.4). Der Bereich Non-Textil entwickelt sich jedoch nicht zuletzt aufgrund des in 2012 gestarteten Online-Shops für Kosmetik sehr positiv und dürfte zunehmend an Bedeutung gewinnen.

### Umsatzsplit Ludwig Beck AG in 2013



Quelle: Unternehmen

### 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.

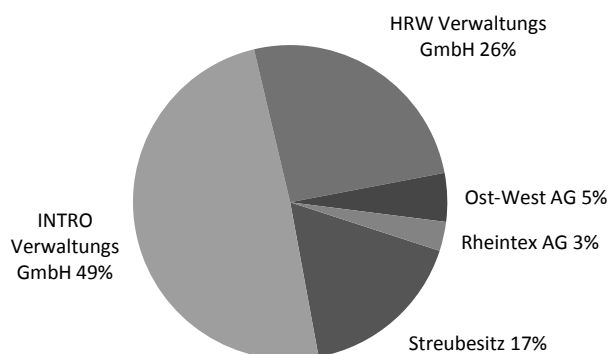
**Dieter Münch** ist seit April 1998 im Vorstand der Ludwig Beck AG. Als Vorstandsmitglied ist er für die Bereiche Personal, Finanzen und IT zuständig. Seine Karriere bei Ludwig Beck begann bereits während des betriebswirtschaftlichen Studiums als Praktikant in München. Nach seinem erfolgreich abgeschlossenen 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 nts 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. Größte Einzelaktionäre sind die Hans Rudolf Wöhrl Verwaltungs GmbH (25,7%) und die INTRO Verwaltungs GmbH (49,2%), die ebenfalls Herrn Wöhrl zuzuordnen ist. Darüber hinaus hält die Ost-West Beteiligungs- und Grundstücksverwaltungs-AG und die Rheintex Verwaltungs AG 5% bzw. 3% der Aktien. 17,1% der Anteile befinden sich im Streubesitz.

### Aktionärsstruktur



Quelle: Unternehmen

## ANHANG

## DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
<b>Umsatz</b>	<b>86,3</b>	<b>92,0</b>	<b>96,1</b>	<b>99,0</b>	<b>101,3</b>	<b>103,3</b>	<b>105,1</b>	<b>106,7</b>
<i>Veränderung</i>	0,5%	6,6%	4,5%	3,0%	2,3%	2,0%	1,7%	1,5%
<b>EBIT</b>	<b>11,7</b>	<b>13,1</b>	<b>14,1</b>	<b>15,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,0</b>	<b>14,5</b>	<b>13,3</b>
<i>EBIT-Marge</i>	13,6%	14,3%	14,6%	15,6%	15,0%	14,5%	13,8%	12,5%
<b>NOPAT</b>	<b>8,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,3</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>	<b>9,1</b>
<b>Abschreibungen</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
<i>in % vom Umsatz</i>	3,4%	3,4%	3,3%	3,2%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%
<b>Liquiditätsveränderung</b>								
- Working Capital	1,1	-0,6	-0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,8	-2,8	-2,7	-2,6
<i>Investitionsquote</i>	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
<b>Übriges</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Free Cash Flow (WACC-Modell)</b>	<b>9,5</b>	<b>8,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>8,7</b>
<b>WACC</b>	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Present Value	9,2	8,1	8,6	8,5	7,2	6,7	6,1	89,0
<b>Kumuliert</b>	<b>9,2</b>	<b>17,3</b>	<b>25,9</b>	<b>34,4</b>	<b>41,7</b>	<b>48,4</b>	<b>54,4</b>	<b>143,4</b>

## Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	143,4
Terminal Value	89,0
Anteil vom Tpv-Wert	62%
Verbindlichkeiten	34,5
Liquide Mittel	0,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>109,6</b>

Aktienzahl (Mio.)	3,70
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>29,67</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>1%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>29,40</b>

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	7,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,00
WACC	7,3%
ewiges Wachstum	1,5%

Quelle: Montega

## Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2014-2017	4,7%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2014-2019	3,7%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2021	1,5%
EBIT-Marge	2014-2017	14,5%
EBIT-Marge	2014-2019	14,6%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2021	12,5%

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	0,75%	1,25%	1,50%	1,75%	2,25%
7,80%	24,52	25,98	26,80	27,69	29,70
7,55%	25,67	27,27	28,18	29,15	31,39
<b>7,30%</b>	<b>26,91</b>	<b>28,67</b>	<b>29,67</b>	<b>30,75</b>	<b>33,24</b>
7,05%	28,24	30,19	31,29	32,50	35,29
6,80%	29,69	31,84	33,07	34,42	37,56

## Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2021e

WACC	12,00%	12,25%	12,50%	12,75%	13,00%
7,80%	25,91	26,35	26,80	27,25	27,70
7,55%	27,22	27,70	28,18	28,65	29,13
<b>7,30%</b>	<b>28,66</b>	<b>29,16</b>	<b>29,67</b>	<b>30,17</b>	<b>30,67</b>
7,05%	30,22	30,76	31,29	31,83	32,36
6,80%	31,93	32,50	33,07	33,64	34,21

G&V (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>86,7</b>	<b>85,8</b>	<b>86,3</b>	<b>92,0</b>	<b>96,1</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Gesamtleistung</b>	<b>86,8</b>	<b>86,0</b>	<b>86,4</b>	<b>92,1</b>	<b>96,2</b>
Materialaufwand	42,9	42,4	42,5	45,4	47,6
<b>Rohertrag</b>	<b>43,9</b>	<b>43,6</b>	<b>43,8</b>	<b>46,6</b>	<b>48,6</b>
Personalaufwendungen	16,4	17,0	17,3	17,9	18,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,3	14,8	15,1	15,6	16,2
Sonstige betriebliche Erträge	3,5	3,4	3,2	3,2	3,4
<b>EBITDA</b>	<b>16,8</b>	<b>15,1</b>	<b>14,6</b>	<b>16,2</b>	<b>17,3</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,5	2,5	2,7	2,9	3,0
<b>EBITA</b>	<b>14,3</b>	<b>12,6</b>	<b>11,9</b>	<b>13,3</b>	<b>14,3</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>EBIT</b>	<b>13,9</b>	<b>12,3</b>	<b>11,7</b>	<b>13,1</b>	<b>14,1</b>
Finanzergebnis	-1,8	-1,5	-1,4	-1,1	-1,2
<b>EBT</b>	<b>12,1</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>12,0</b>	<b>12,9</b>
EE-Steuern	3,5	3,4	3,3	3,8	4,1
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>8,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>8,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Ludwig Beck AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Bestandsveränderungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktiviert Eigenleistungen	0,12%	0,16%	0,06%	0,06%	0,06%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,2%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>
Materialaufwand	49,4%	49,4%	49,3%	49,4%	49,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>50,7%</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,8%</b>	<b>50,7%</b>	<b>50,6%</b>
Personalaufwendungen	18,9%	19,8%	20,0%	19,5%	19,3%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,5%	17,3%	17,5%	17,0%	16,8%
Sonstige betriebliche Erträge	4,1%	3,9%	3,7%	3,5%	3,5%
<b>EBITDA</b>	<b>19,4%</b>	<b>17,6%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,7%</b>	<b>18,0%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,9%	2,9%	3,1%	3,2%	3,1%
<b>EBITA</b>	<b>16,4%</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,8%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,8%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>EBIT</b>	<b>16,0%</b>	<b>14,4%</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,3%</b>	<b>14,6%</b>
Finanzergebnis	-2,1%	-1,8%	-1,6%	-1,2%	-1,2%
<b>EBT</b>	<b>13,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,0%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,4%</b>
EE-Steuern	4,0%	4,0%	3,8%	4,2%	4,3%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,1%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>9,9%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,1%</b>

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

Bilanz (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,1	3,0	3,1	3,4	3,6
Sachanlagen	88,6	89,0	88,5	87,7	86,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>91,7</b>	<b>92,0</b>	<b>91,6</b>	<b>91,1</b>	<b>90,5</b>
Vorräte	10,2	10,4	10,3	10,8	10,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,7	3,0	1,7	1,8	1,8
Liquide Mittel	1,0	0,7	5,4	11,3	18,2
Sonstige Vermögensgegenstände	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>13,9</b>	<b>14,2</b>	<b>17,4</b>	<b>24,0</b>	<b>31,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>109,1</b>	<b>115,1</b>	<b>121,5</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>59,9</b>	<b>64,4</b>	<b>69,6</b>	<b>75,4</b>	<b>81,8</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Rückstellungen	0,6	1,2	1,2	1,2	1,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	37,5	33,3	31,3	31,3	31,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,1	1,8	1,4	1,5	1,6
Sonstige Verbindlichkeiten	6,4	5,6	5,6	5,6	5,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>45,6</b>	<b>41,9</b>	<b>39,5</b>	<b>39,6</b>	<b>39,7</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>105,6</b>	<b>106,3</b>	<b>109,1</b>	<b>115,1</b>	<b>121,5</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Ludwig Beck AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>AKTIVA</b>					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%
Sachanlagen	83,9%	83,7%	81,1%	76,2%	71,5%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>86,8%</b>	<b>86,6%</b>	<b>84,0%</b>	<b>79,1%</b>	<b>74,5%</b>
Vorräte	9,6%	9,8%	9,4%	9,4%	9,0%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1,6%	2,8%	1,5%	1,5%	1,5%
Liquide Mittel	0,9%	0,7%	4,9%	9,8%	14,9%
Sonstige Vermögensgegenstände	0,9%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>13,2%</b>	<b>13,4%</b>	<b>16,0%</b>	<b>20,9%</b>	<b>25,6%</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>56,8%</b>	<b>60,6%</b>	<b>63,8%</b>	<b>65,5%</b>	<b>67,3%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
Rückstellungen	0,6%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%
Zinstragende Verbindlichkeiten	35,5%	31,4%	28,7%	27,2%	25,8%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1%	5,3%	5,1%	4,9%	4,6%
Sonstige Verbindlichkeiten	43,2%	39,4%	36,2%	34,4%	32,7%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>43,2%</b>	<b>39,4%</b>	<b>36,2%</b>	<b>34,4%</b>	<b>32,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

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

Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	8,6	7,4	7,0	8,2	8,7
Abschreibung Anlagevermögen	2,5	2,5	2,7	2,9	3,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>8,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>12,0</b>
Veränderung Working Capital	-2,1	-1,6	1,1	-0,6	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>6,2</b>	<b>9,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,7</b>	<b>11,9</b>
CAPEX	-2,3	-3,1	-2,5	-2,6	-2,6
Sonstiges	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>
Dividendenzahlung	-1,7	-1,8	-1,8	-2,2	-2,4
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-5,0	-3,9	-2,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-6,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,4</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-3,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,9</b>	<b>6,9</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>5,4</b>	<b>11,3</b>	<b>18,2</b>

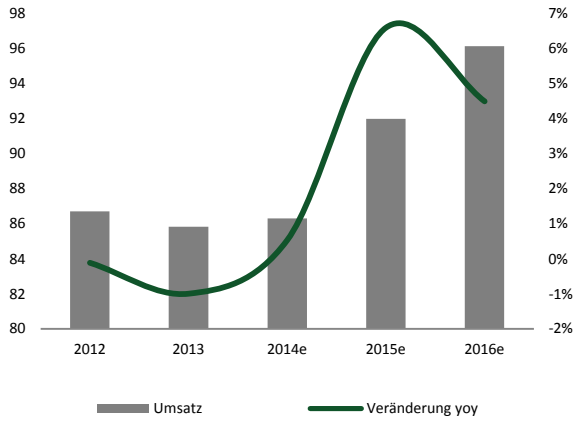
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kennzahlen Ludwig Beck AG	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Ertragsmargen</b>					
Rohertragsmarge (%)	50,7%	50,8%	50,8%	50,7%	50,6%
EBITDA-Marge (%)	19,4%	17,6%	17,0%	17,7%	18,0%
EBIT-Marge (%)	16,0%	14,4%	13,6%	14,3%	14,6%
EBT-Marge (%)	13,9%	12,6%	12,0%	13,0%	13,4%
Netto-Umsatzrendite (%)	9,9%	8,6%	8,2%	8,9%	9,1%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
ROCE (%)	14,6%	12,6%	12,0%	13,6%	14,6%
ROE (%)	15,9%	12,3%	10,9%	11,7%	11,6%
ROA (%)	8,1%	6,9%	6,4%	7,1%	7,2%
<b>Solvenz</b>					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	37,1	33,8	27,2	21,3	14,4
Net Debt / EBITDA	2,2	2,2	1,9	1,3	0,8
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2
<b>Kapitalfluss</b>					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	3,9	6,1	8,5	8,1	9,3
Capex / Umsatz (%)	3%	4%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	11%	13%	13%	12%	12%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6
EV/EBITDA	9,0	10,1	10,4	9,3	8,8
EV/EBIT	10,9	12,3	12,9	11,5	10,8
EV/FCF	145,9	92,5	66,0	69,0	16,3
KGV	12,7	14,7	15,5	13,3	12,4
P/B	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3
Dividendenrendite	1,7%	1,7%	2,0%	2,2%	2,4%

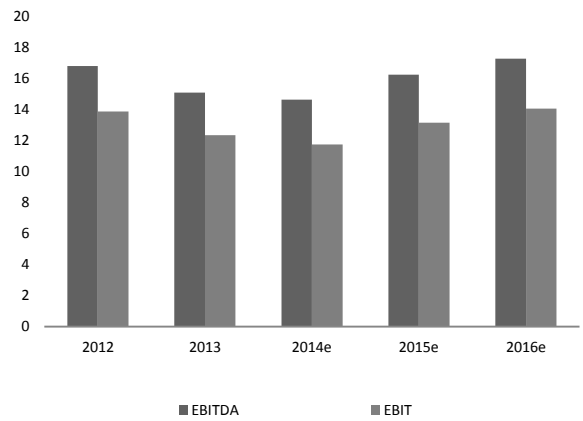
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



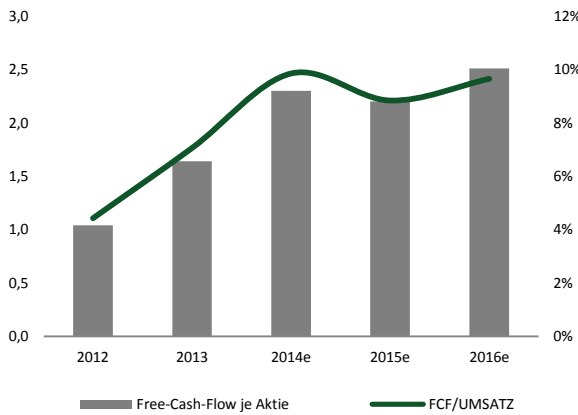
Umsatzentwicklung



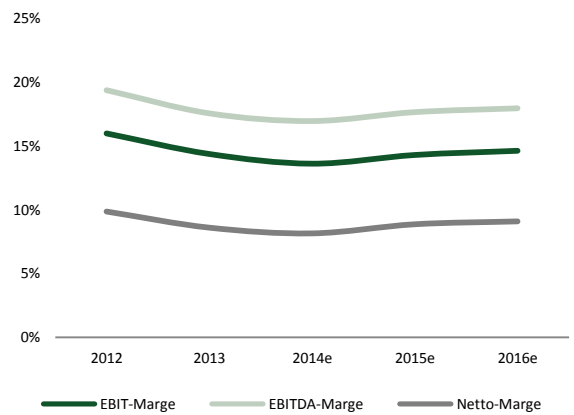
Ergebnisentwicklung



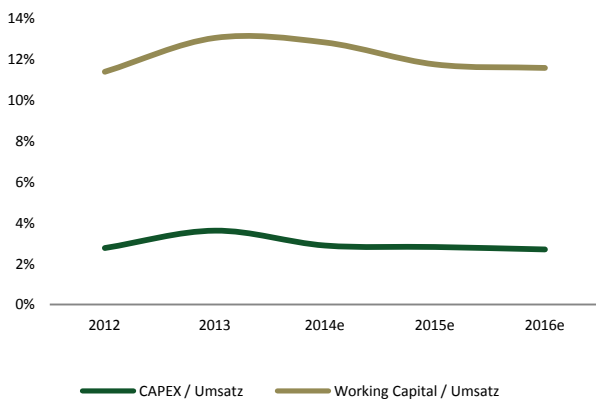
Free-Cash-Flow Entwicklung



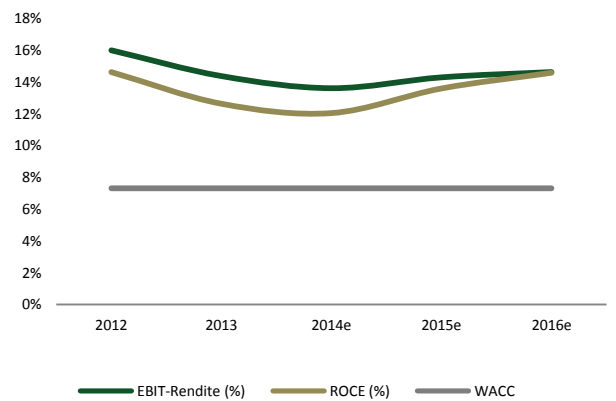
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



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: 08.01.2015):**

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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: 08.01.2015):**

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  
Marie-Curie-Straße 24-28

60439 Frankfurt

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**

<b>Empfehlung</b>	<b>Datum</b>	<b>Kurs</b>	<b>Kursziel</b>	<b>Potenzial</b>
Kaufen (Ersteinschätzung )	09.11.2011	20,80	26,50	27%
Kaufen	05.01.2012	19,21	26,50	38%
Kaufen	16.03.2012	19,75	26,50	34%
Kaufen	19.04.2012	20,15	26,50	32%
Kaufen	20.07.2012	20,90	26,50	27%
Kaufen	18.10.2012	22,29	28,00	26%
Halten	13.12.2012	28,55	28,00	-2%
Halten	07.01.2013	28,33	28,00	-1%
Halten	18.03.2013	27,97	28,60	2%
Halten	18.04.2013	30,20	28,00	-7%
Halten	18.07.2013	27,98	28,00	+0%
Halten	17.10.2013	27,01	28,00	+4%
Halten	08.01.2014	29,87	29,50	-1%
Halten	21.03.2014	28,66	29,50	+3%
Halten	23.04.2014	29,20	29,50	+1%
Halten	17.07.2014	28,67	29,50	+3%
Halten	21.10.2014	29,25	29,50	+1%
Halten	08.01.2015	29,40	29,50	0%