

Empfehlung: Kaufen (zuvor: Halten)**Kursziel:** 35,00 Euro**Kurspotenzial:** +17 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	30,00 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	3,70
Marktkap. (in Mio. Euro)	110,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	147,2
Ticker	ECK
ISIN	DE0005199905

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	38,24
52 Wochen-Tief (in Euro)	28,00
3 M relativ zum CDAX	-21,4%
6 M relativ zum CDAX	-28,9%

**Aktionärsstruktur**

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

Termine

Q1 Bericht	23. April 2015
HV	13. Mai 2015

Prognosen Anpassung

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	92,0	96,1	99,0
Δ in %	-3,3%	-4,8%	-5,3%
EBIT (alt)	13,1	14,1	15,5
Δ in %	-20,9%	-20,2%	-23,3%
EPS (alt)	2,21	2,37	2,62
Δ in %	-23,1%	-21,9%	-25,6%

Analyst

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

Publikation

Comment 7. April 2015

Immobilienvermögen nicht ausreichend im Kurs reflektiert

Die Ludwig Beck AG hat vergangene Woche den Geschäftsbericht 2014 veröffentlicht, nachdem bereits Anfang Januar vorläufige Umsatzzahlen bekanntgegeben worden waren. Außerdem haben wir die starke Preisentwicklung am deutschen Immobilienmarkt zum Anlass genommen, unsere Bewertung für Ludwig Beck um ein SOTP-Modell zu erweitern.

Ludwig Beck AG - FY 2014	2014	2014e	2013	yoy
Umsatz	86,3	86,3	85,8	0,5%
EBIT	10,6	11,7	12,3	-13,8%
EBIT-Marge	12,3%	13,6%	14,4%	
EPS	1,81	1,90	2,00	-9,5%

Quelle: Unternehmen, Montega Angaben in Mio. Euro, EPS in Euro

Operative Entwicklung: Bei der Umsatzentwicklung gab es keine Abweichung zu den bereits vorab veröffentlichten Zahlen. Wie in unserer letzten Publikation beschrieben, ist das leichte Umsatzplus im Hinblick auf das schwache Marktumfeld (Textilbranche -3% in 2014) eine beachtliche Leistung. Dies gilt umso mehr, wenn man die Beeinträchtigung durch den Umbau des Marienplatzes sowie den deutlichen Umsatzrückgang mit der für Ludwig Beck wichtigen russischen und arabischen Kundschaft beachtet.

Die vergleichsweise gute Absatzentwicklung hat jedoch ihren Preis, was an den unter unseren Erwartungen liegenden Ergebnisgrößen abzulesen ist. Im vierten Quartal hatte Ludwig Beck offensichtlich mit den Auswirkungen der branchenweiten Rabattaktionen durch das milde Herbstwetter zu kämpfen. Entsprechend lag die Rohertragsmarge im vierten Quartal mit 50,3% rund 200 BP unter dem Durchschnittswert der letzten Jahre. Diese führte zusammen mit den gestiegenen Personalkosten und einer Erhöhung der Marketingausgaben im Rahmen der Neueröffnung der Herrenabteilung zu einem Ergebnisrückgang um fast 14%.

Im Gegensatz zu unserer bisherigen Erwartung sieht das Management für das laufende Jahr keine deutliche Entspannung auf der Ertragsseite. So geht das Unternehmen davon aus, dass die Krisen des Jahres 2014 auch weiterhin die Entwicklung des deutschen Textileinzelhandels belasten und es eine große Herausforderung bleibt, die deutsche Konsumfreude auf den Bereich Textilien zu übertragen. Der Vorstand erwartet für 2015 trotzdem eine Umsatzsteigerung von 2 bis 4%. Das EBIT soll sich auf ca. 10 Mio. Euro belaufen.

[Weiter auf der nächsten Seite →](#)

Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	85,8	86,3	89,0	91,5	93,8
Veränderung yoy	-1,0%	0,5%	3,1%	2,8%	2,5%
EBITDA	15,1	13,4	13,5	14,4	15,1
EBIT	12,3	10,6	10,4	11,2	11,9
Jahresüberschuss	7,4	6,7	6,3	6,8	7,2
Rohertragsmarge	50,8%	49,7%	49,6%	49,6%	49,6%
EBITDA-Marge	17,6%	15,6%	15,2%	15,8%	16,1%
EBIT-Marge	14,4%	12,3%	11,7%	12,3%	12,6%
Net Debt	33,8	36,3	31,1	26,5	22,1
Net Debt/EBITDA	2,2	2,7	2,3	1,8	1,5
ROCE	12,6%	10,5%	10,1%	11,0%	11,7%
EPS	2,00	1,81	1,70	1,85	1,95
FCF je Aktie	2,00	0,28	2,14	2,01	2,03
Dividende	0,50	0,75	0,75	0,85	0,90
Dividendenrendite	1,7%	2,5%	2,5%	2,8%	3,0%
EV/Umsatz	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA	9,8	11,0	10,9	10,2	9,8
EV/EBIT	11,9	13,8	14,2	13,1	12,4
KGV	15,0	16,6	17,6	16,2	15,4
P/B	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 30,00

Wir haben unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen dem gedämpften Ausblick des Unternehmens angepasst. Obwohl das Management weiterhin auf die nachhaltige Kostenoptimierung und Steigerung der Prozesseffizienz erpicht ist, dürften die steigenden E-Commerce-Umsätze zusammen mit den erhöhten Strukturkosten das Erreichen von EBIT-Margen über 13% in naher Zukunft erschweren.

Immobilie mit hohen stillen Reserven: Ludwig Beck sind in 2014 durch die Annahme des Vermächtnisses des verstorbenen Toni Feldmeiers weitere 18,3% der Immobilie am Marienplatz zugegangen. Damit hält das Unternehmen nun einen mittelbaren Besitzanteil von knapp 86% an der Immobilie am Rathauseck. Diese Tatsache und die starke Preisentwicklung am deutschen Immobilienmarkt haben wir zum Anlass genommen, die Immobilie am Marienplatz einer gesonderten Betrachtung zu unterziehen.

Mit der Lage am Münchner Marienplatz verfügt Ludwig Beck über eine Immobilie in absoluter 1a-Lage. Der Marienplatz ist der zentrale Platz in der Münchner City und erzielt durch die S-Bahnstation, touristische Attraktionen wie dem Neuen Rathaus und dem durch Ludwig Beck und Galeria Kaufhof geprägten Einzelhandelsangebot herausragende Passantenfrequenzen. Entsprechend werden für Flächen in dieser Lage deutschlandweit die höchsten Mieten bezahlt (siehe Darstellung).

Spitzenmieten in Deutschland und 1a-Lagen in München

Stadt	Miete*
München	360
Frankfurt	300
Düsseldorf	285
Berlin	280
Hamburg	255

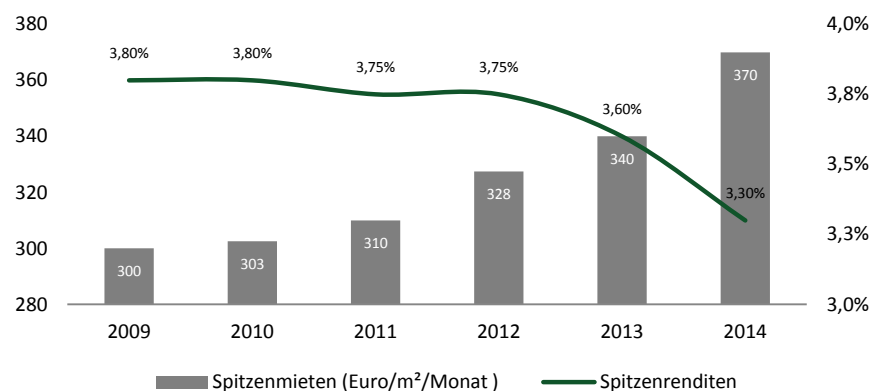
*Euro/m²/Monat bei Neuvermietung, 100 m² ebenerdige Verkaufsfläche mit 6 m Front



Quelle: JONES LANG LASALL (Stand April 2014), Montega

Der aktuell bilanzierte Wert für die Immobilie am Marienplatz in Höhe von 70,7 Mio. Euro beruht auf der Bewertung, die im Rahmen des Mehrheitserwerbs und der Erstkonsolidierung der Feldmeier GmbH & Co. Betriebs KG in 2001 durchgeführt wurde. Seither sind die Miet- und Kaufpreise jedoch deutlich gestiegen. Wie die Grafik auf der folgenden Seite zeigt, haben sich die Mietpreise von Spitzenlagen in München alleine seit 2009 um mehr als 20% erhöht.

Entwicklung von Einzelhandelsflächen in München



Quelle: CBRE, DIP, Montega

Gleichzeitig sind die Renditeerwartungen von Investoren aufgrund der aktuellen Niedrigzinspolitik deutlich gesunken. Laut DIP, einem überregionalen Netzwerk von

Maklerunternehmen, lag der kontrahierte Kaufpreismultiplikator bei zahlreichen Abschlüssen in 2014 für 1a-Geschäftshäuser in München bei dem 30-fachen der Jahreskaltmiete, was einer Bruttoanfangsrendite von rd. 3,3% entspricht. Im Rahmen der EZB-Entscheidung über die Ankäufe europäischer Staatsanleihen im Januar haben die deutschen Immobilienwerte erneut deutlich angezogen. Dies spricht u.E. dafür, dass die Renditeerwartung für gewerbliche Immobilien noch weiter sinken wird.

SOTP-Bewertung

Wir haben die Bewertung der Immobilie anhand eines Multiplikator-Modells auf Basis der aktuellen Marktdaten vorgenommen. Von den insgesamt 12.500 m² Verkaufsfläche am Marienplatz befinden sich etwa zwei Drittel im Eigenbesitz (MONE: 7.800 m²). Bei der Berechnung der marktüblichen Miete ist zu beachten, dass sich die Spitzenmieten auf eine idealtypische Fläche von 100 m² mit einer Schaufensterfront von 6 m beziehen. Die Mieten für größere Flächen liegen deutlich unter diesem Wert und dürften sich nach unserer Berechnung zwischen 130 und 180 Euro/m²/Monat bewegen. Zudem beziehen sich diese Mietpreise auf Flächen im Erdgeschoß. Für das Untergeschoss und die oberen Etagen haben wir entsprechend marktübliche Abschläge vorgenommen (Gewichtungsfaktor: 0,4).

Auf Basis dieser Annahmen errechnen wir eine Miete zu aktuellen Marktkonditionen von rund 460 Tsd. Euro pro Monat. Dies deckt sich weitestgehend mit der Einschätzung des Managements, das von einer marktüblichen Monatsmiete von rund 500 Tsd. Euro für das Objekt am Marienplatz ausgeht. Auf Basis der aktuellen Renditen für 1a-Lagen in München errechnet sich so ein Marktwert der Immobilie von rund 170 Mio. Euro.

Multiplikator-Bewertung der Immobilie

Fläche im Eigenbesitz (m ²)	7.800
Gewichtungsfaktor	0,4
Mietpreis (Euro/m ² /Jahr)	1.842
Kaufpreismultiplikator	30,3
= Marktwert der Immobilie	169,7
- Steuern	2,72
x Anteil Ludwig Beck AG	85,9%
= Verwertungsanteil der Aktionäre	143,5

Quelle: Montega

Angaben in Mio. Euro, FV je Aktie in Euro

Bei einem Verwertungsszenario der Immobilie sind Steuern zu berücksichtigen. Diese ergäben sich auf den Differenzbetrag zwischen dem in der Steuerbilanz angesetzten Wert (MONE: ca. 5 Mio. Euro) und dem unterstellten Verkaufserlös. Wir gehen in unserem Szenario von der steuerlich vorteilhaftesten Variante aus, also dem Verkauf der Immobiliengesellschaft. Veräußerungen von Anteilen an Kapitalgesellschaften sind nach § 8b Abs. 2, 5 KStG zu 95% von der Körperschaftsteuer befreit. Die übrigen 5% unterliegen dem Steuersatz der Ludwig Beck AG, der ca. 33% beträgt. Folglich ergibt sich eine effektive Steuerquote von 1,65% und eine entsprechende Steuerbelastung von 2,72 Mio. Euro.

Durch den Nachlass des in 2014 verstorbenen Toni Feldmeier hält Ludwig Beck aktuell einen Anteil von 85,94% an der Immobilienbesitzgesellschaft. Entsprechend liegt der von uns berechnete Verwertungsanteil der Aktionäre bei 143,5 Mio. Euro.

Die Bewertung des operativen Geschäfts erfolgt anhand einer Peergroup, bei der wir uns auf börsennotierte Kaufhausketten beschränkt haben (siehe Tabelle). Wir haben bei der Bewertung auf unsere EBIT-Prognose 2016 abgestellt und hiervon die von uns ermittelte Miete zu Marktkonditionen abgezogen (adj. EBIT: 11,2 - 5,6 = 5,6 Mio. Euro). Auf Basis des Peergroup-Vergleichs ergibt sich so ein fairer Enterprise-Value von 57 Mio. Euro für das operative Geschäft von Ludwig Beck.

Peergroup Ludwig Beck

Unternehmen	2014e	EV / EBIT	
		2015e	2016e
Dillard's Inc.	11,02	10,78	10,34
Kohl's Corp.	11,10	11,45	11,18
Macy's, Inc.	10,26	9,83	9,74
Debenhams plc	10,18	9,79	9,35
Mittelwert	10,64	10,46	10,15

Quelle: Capital IQ

Abzüglich der Nettoverschuldung von rund 36 Mio. Euro ergibt sich auf Basis der SOTP-Bewertung eine faire Marktkapitalisierung von 164,2 Mio. Euro und ein Fair-Value pro Aktien von 44,44 Euro.

SOTP Ludwig Beck

	Modell	Fair Value
Immobilie	Mietmultiplikator	143,5
Operatives Geschäft	Peer Group	57,0
Net debt		-36,3
= Fair Value		164,2
/ Anzahl Aktien		3,70
= Fair Value je Aktie		44,4

Quelle: Montega

Angaben in Mio., FV je Aktie in Euro

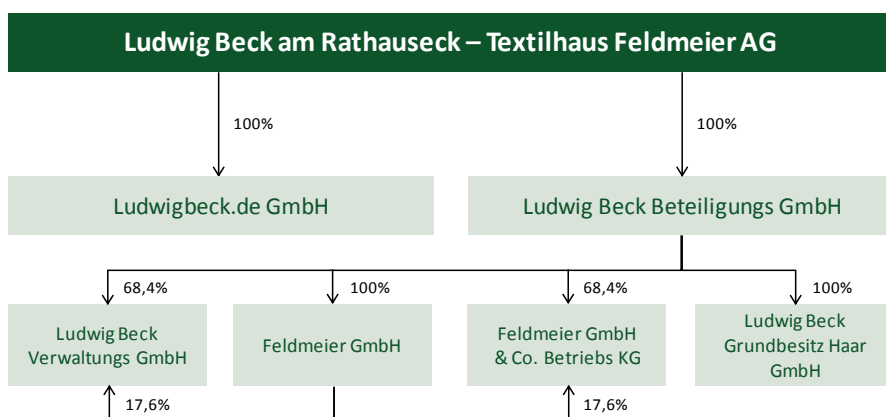
Fazit

Wir halten eine Veräußerung der Immobilie im aktuellen Setting für unwahrscheinlich. Ungeachtet dessen sehen wir den Wert der Immobilie in unserer bisherigen Bewertung nicht ausreichend reflektiert. Entsprechend haben wir unsere Bewertung umgestellt und ermitteln unser neues Kursziel von 35,00 Euro (zuvor: 29,50 Euro) nun aus dem Mittelwert des DCF-Modells und der SOTP-Bewertung. Folglich stufen wir die Aktie auf Kaufen hoch.

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 150ig jährige, sehr bewegte Geschichte zurück. Eckpunkte dieser Historie werden im Folgenden kurz dargestellt.

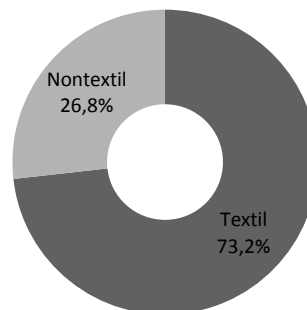
- 1861** Gründung der Knopfmacher- und Posamentierwerkstätte durch Ludwig Beck
- 1876** LUDWIG BECK beliefert die Märchenschlösser Ludwigs II. mit Gold- und Silberposamenten und erhält dafür den Titel "Königlich Bayerischer Hofposamentier".
- 1892** Erweiterung der Angebotspalette. Zu Knöpfen, Kurzwaren, 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 Feldmeier 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 mit 50,1% 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 und erwirbt weiteren Anteil (17,6%) an der Immobilie am Marienplatz.
- 2012** Seit Dezember 2012 sind LUDWIG BECK Beauty-Produkte nun auch online erhältlich.
- 2014** Ludwig Beck erhält über das Vermächtnis von Toni Feldbeier 18,3% der Anteile der Immobilie am Marienplatz.
- 2014** Im September eröffnet die komplett neu gestaltete Herrenabteilung im Tiefgeschoss des Stammhauses.

Segmentbetrachtung

Ludwig Beck unterscheidet seit 2011 die operativen Segmente „Textil“ und „Non-Textil“. Mit einem Umsatzanteil von rund 73% 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 2014



Quelle: Ludwig Beck AG

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.

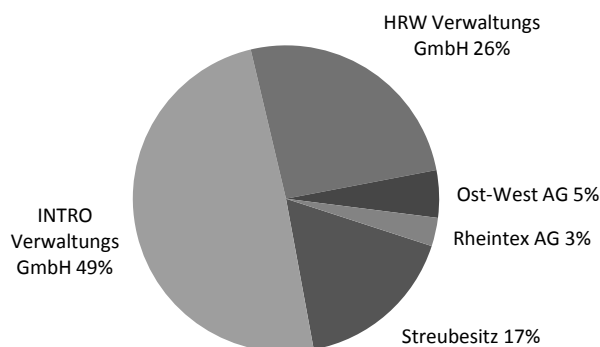
Dieter Münch ist seit April 1998 im Vorstand der Ludwig Beck AG. Als Vorstandsmitglied ist er für die Bereiche Personal, Finanzen und IT zuständig. Seine Karriere bei Ludwig Beck begann bereits während des betriebswirtschaftlichen Studiums als Praktikant in München. Nach seinem erfolgreich abgeschlossenen 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	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	Terminal Value
Umsatz	89,0	91,5	93,8	95,9	98,2	100,1	101,8	103,3
<i>Veränderung</i>	3,1%	2,8%	2,5%	2,3%	2,3%	2,0%	1,7%	1,5%
EBIT	10,4	11,2	11,9	12,5	12,8	13,0	13,2	12,9
<i>EBIT-Marge</i>	11,7%	12,3%	12,6%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	12,5%
NOPAT	7,1	7,6	8,1	8,5	8,7	8,9	9,0	8,8
Abschreibungen	3,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,5	2,4	2,3
<i>in % vom Umsatz</i>	3,5%	3,5%	3,4%	3,3%	2,6%	2,5%	2,4%	2,2%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	1,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2
- Investitionen	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,6	-2,5
<i>Investitionsquote</i>	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	8,7	8,2	8,3	8,9	8,1	8,4	8,6	8,4
WACC	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Present Value	8,3	7,4	7,0	6,9	5,9	5,7	5,4	84,7
Kumuliert	8,3	15,7	22,7	29,6	35,4	41,1	46,5	131,3

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	131,3
Terminal Value	84,7
Anteil vom Tpv-Wert	65%
Verbindlichkeiten	37,1
Liquide Mittel	0,8
Eigenkapitalwert	95,0

Aktienzahl (Mio.)	3,70
Wert je Aktie (Euro)	25,71
+Upside / -Downside	-14%
Aktienkurs (Euro)	30,00
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	2015-2018	2,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2015-2020	2,4%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2022	1,5%
EBIT-Marge	2015-2018	12,4%
EBIT-Marge	2015-2020	12,6%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2022	12,5%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	0,75%	1,25%	1,50%	1,75%	2,25%
7,80%	20,80	22,19	22,97	23,81	25,72
7,55%	21,90	23,43	24,28	25,21	27,34
7,30%	23,09	24,76	25,71	26,74	29,11
7,05%	24,37	26,22	27,27	28,42	31,08
6,80%	25,75	27,80	28,97	30,26	33,26

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2022e

WACC	12,00%	12,25%	12,50%	12,75%	13,00%
7,80%	22,12	22,54	22,97	23,40	23,82
7,55%	23,38	23,83	24,28	24,74	25,19
7,30%	24,75	25,23	25,71	26,19	26,67
7,05%	26,25	26,76	27,27	27,78	28,29
6,80%	27,89	28,43	28,97	29,52	30,06

G&V (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	85,8	86,3	89,0	91,5	93,8
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Gesamtleistung	86,0	86,5	89,1	91,6	93,8
Materialaufwand	42,4	43,6	44,9	46,2	47,4
Rohertrag	43,6	42,9	44,1	45,3	46,5
Personalaufwendungen	17,0	17,7	18,2	18,3	18,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	14,8	15,6	16,0	16,3	16,6
Sonstige betriebliche Erträge	3,4	3,8	3,6	3,7	3,8
EBITDA	15,1	13,4	13,5	14,4	15,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,5	2,5	2,9	3,0	3,0
EBITA	12,6	10,9	10,6	11,4	12,1
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
EBIT	12,3	10,6	10,4	11,2	11,9
Finanzergebnis	-1,5	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
EBT	10,8	9,5	9,3	10,0	10,6
EE-Steuern	3,4	2,8	3,0	3,2	3,4
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	7,4	6,7	6,3	6,8	7,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	7,4	6,7	6,3	6,8	7,2

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

G&V (in % vom Umsatz) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Bestandsveränderungen	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Aktivierte Eigenleistungen	0,16%	0,24%	0,06%	0,06%	0,06%
Gesamtleistung	100,2%	100,2%	100,1%	100,1%	100,1%
Materialaufwand	49,4%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%
Rohertrag	50,8%	49,7%	49,6%	49,6%	49,6%
Personalaufwendungen	19,8%	20,5%	20,4%	20,0%	19,8%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,3%	18,1%	18,0%	17,8%	17,7%
Sonstige betriebliche Erträge	3,9%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%
EBITDA	17,6%	15,6%	15,2%	15,8%	16,1%
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,9%	2,9%	3,3%	3,3%	3,2%
EBITA	14,7%	12,7%	11,9%	12,5%	12,9%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
EBIT	14,4%	12,3%	11,7%	12,3%	12,6%
Finanzergebnis	-1,8%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
EBT	12,6%	11,0%	10,4%	11,0%	11,3%
EE-Steuern	4,0%	3,3%	3,3%	3,5%	3,6%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	8,6%	7,8%	7,1%	7,5%	7,7%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	8,6%	7,8%	7,1%	7,5%	7,7%

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

Bilanz (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	3,0	2,8	3,0	3,3	3,5
Sachanlagen	89,0	92,8	92,0	91,2	90,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	92,0	95,6	95,1	94,5	93,8
Vorräte	10,4	11,5	10,5	10,4	10,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4
Liquide Mittel	0,7	0,8	6,0	10,6	15,0
Sonstige Vermögensgegenstände	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Umlaufvermögen	14,2	15,6	19,8	24,5	29,2
Bilanzsumme	106,3	111,1	114,9	118,9	123,0
PASSIVA					
Eigenkapital	64,4	67,2	70,8	74,8	78,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen	1,2	2,7	2,7	2,7	2,7
Zinstragende Verbindlichkeiten	33,3	34,4	34,4	34,4	34,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8	1,3	1,5	1,5	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5
Verbindlichkeiten	41,9	43,9	44,1	44,1	44,1
Bilanzsumme	106,3	111,1	114,9	118,9	123,0

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
AKTIVA					
Immaterielle Vermögensgegenstände	2,9%	2,5%	2,6%	2,7%	2,8%
Sachanlagen	83,7%	83,5%	80,1%	76,7%	73,5%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Anlagevermögen	86,6%	86,0%	82,7%	79,4%	76,3%
Vorräte	9,8%	10,3%	9,1%	8,7%	8,7%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Liquide Mittel	0,7%	0,7%	5,2%	8,9%	12,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Umlaufvermögen	13,4%	14,0%	17,2%	20,6%	23,7%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA					
Eigenkapital	60,6%	60,5%	61,6%	62,9%	64,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Rückstellungen	1,1%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%
Zinstragende Verbindlichkeiten	31,4%	30,9%	29,9%	28,9%	27,9%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,3%	4,9%	4,8%	4,6%	4,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	39,4%	39,5%	38,4%	37,1%	35,9%
Verbindlichkeiten	39,4%	39,5%	38,4%	37,1%	35,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

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

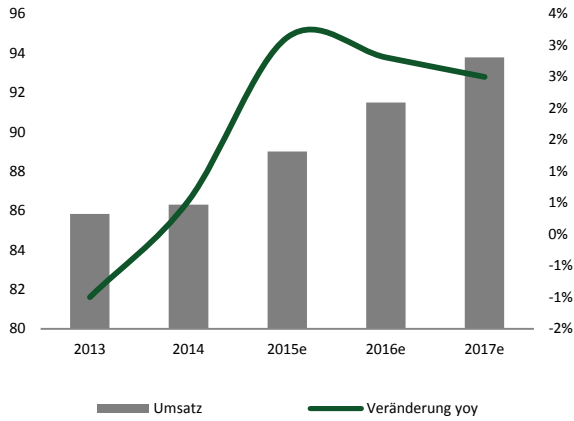
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	7,4	6,7	6,3	6,8	7,2
Abschreibung Anlagevermögen	2,5	2,5	2,9	3,0	3,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,6	1,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	-2,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	10,7	8,8	9,4	10,0	10,4
Veränderung Working Capital	-1,6	-1,3	1,1	0,0	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	9,2	7,5	10,5	10,0	10,1
CAPEX	-3,1	-6,4	-2,6	-2,6	-2,6
Sonstiges	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-3,2	-6,5	-2,6	-2,6	-2,6
Dividendenzahlung	-1,8	-1,8	-2,8	-2,8	-3,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-3,9	1,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-6,2	-0,8	-2,8	-2,8	-3,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-0,3	0,1	5,1	4,6	4,4
Endbestand liquide Mittel	0,7	0,8	6,0	10,6	15,0

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

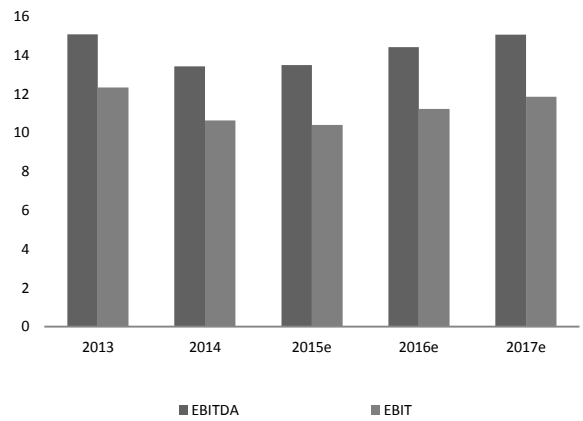
Kennzahlen Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Ertragsmargen					
Rohertragsmarge (%)	50,8%	49,7%	49,6%	49,6%	49,6%
EBITDA-Marge (%)	17,6%	15,6%	15,2%	15,8%	16,1%
EBIT-Marge (%)	14,4%	12,3%	11,7%	12,3%	12,6%
EBT-Marge (%)	12,6%	11,0%	10,4%	11,0%	11,3%
Netto-Umsatzrendite (%)	8,6%	7,8%	7,1%	7,5%	7,7%
Kapitalverzinsung					
ROCE (%)	12,6%	10,5%	10,1%	11,0%	11,7%
ROE (%)	12,3%	10,4%	9,4%	9,6%	9,6%
ROA (%)	6,9%	6,0%	5,5%	5,7%	5,9%
Solvenz					
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	33,8	36,3	31,1	26,5	22,1
Net Debt / EBITDA	2,2	2,7	2,3	1,8	1,5
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Kapitalfluss					
Free Cash Flow (Mio. EUR)	6,1	1,0	7,9	7,4	7,5
Capex / Umsatz (%)	4%	7%	3%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	13%	14%	14%	13%	13%
Bewertung					
EV/Umsatz	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
EV/EBITDA	9,8	11,0	10,9	10,2	9,8
EV/EBIT	11,9	13,8	14,2	13,1	12,4
EV/FCF	89,7	525,5	68,8	19,8	19,6
KGV	15,0	16,6	17,6	16,2	15,4
P/B	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4
Dividendenrendite	1,7%	2,5%	2,5%	2,8%	3,0%

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

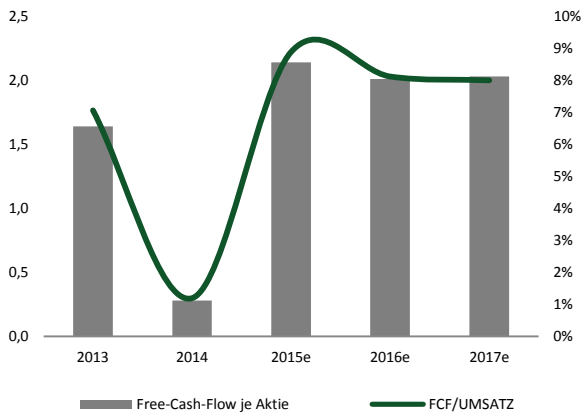
Umsatzentwicklung



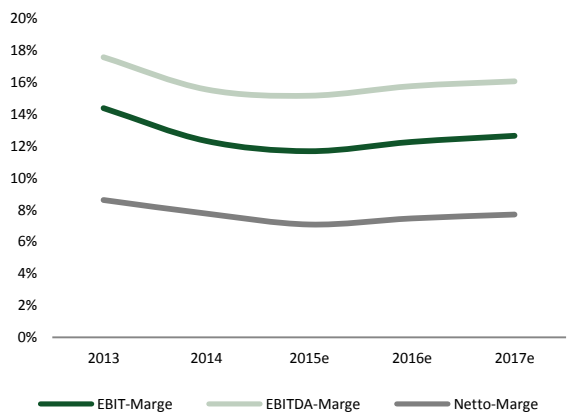
Ergebnisentwicklung



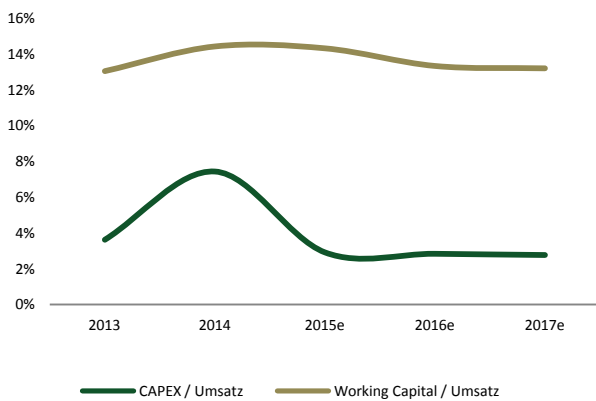
Free-Cash-Flow Entwicklung



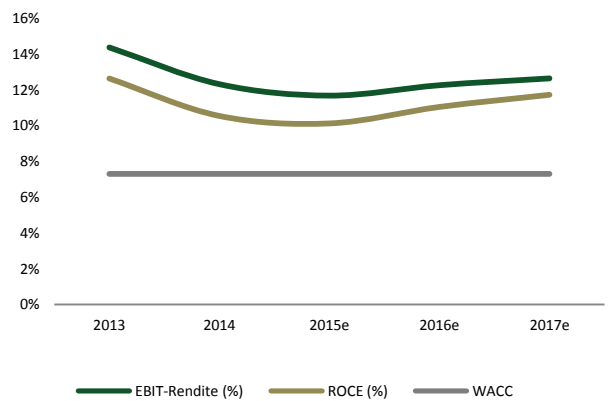
Margenentwicklung



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: 07.04.2015):

Montega AG hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen. Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten 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: 07.04.2015):

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

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
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%
Kaufen	07.04.2015	30,00	35,00	+17%