

**Empfehlung:** Halten**Kursziel:** 35,00 Euro**Kurspotenzial:** +4 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	33,80 Euro (Xetra)
Aktienanzahl (in Mio.)	3,70
Marktkap. (in Mio. Euro)	124,9
Enterprise Value (in Mio. Euro)	181,2
Ticker	ECK
ISIN	DE0005199905

**Kursperformance**

52 Wochen-Hoch (in Euro)	38,24
52 Wochen-Tief (in Euro)	28,30
3 M relativ zum CDAX	9,9%
6 M relativ zum CDAX	-2,4%



Quelle: Capital IQ

**Aktionärsstruktur**

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

**Termine**

Q3 Bericht 20. Oktober 2015

**Prognosen Anpassung**

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (alt)	89,0	91,5	93,8
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	10,4	11,2	11,9
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	1,70	1,85	1,95
Δ in %	-	-	-

**Analysten**

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

**Publikation**

Comment 21. Juli 2015

**Solide Q2-Zahlen durch Übernahme von Wormland geprägt**

Ludwig Beck hat heute die Geschäftszahlen für das 1. Halbjahr 2015 präsentiert. Darin enthalten sind erstmals auch die Erlöse der 15 Wormland-Filialen, die seit Mitte Mai konsolidiert werden. Analog dazu hat Ludwig Beck seine Segmentberichterstattung von ehemals Textil / Non-Textil auf die Segmente Ludwig Beck / Wormland umgestellt. Die nachfolgende Tabelle zeigt die wichtigsten Kennziffern des heute veröffentlichten Halbjahresberichtes.

Ludwig Beck AG - H1 2015	H1/15	H1/14	yoy
Umsatz (netto)	47,7	37,7	26,5%
Rohrertrag	23,3	18,3	27,3%
Rohrertragsmarge	48,9%	48,6%	
EBIT	11,3	2,2	413,6%
EBIT-Marge	23,7%	5,9%	

Quelle: Unternehmen Angaben in Mio. Euro

Der Nettoumsatz auf Konzernebene stieg gegenüber dem Vorjahr von 37,7 Mio. Euro um 26,5% auf 47,7 Mio. Euro. Davon entfallen 9,4 Mio. Euro auf das Segment Wormland. Der Anstieg der Rohrertragsmarge auf 48,9% im H1/15 gegenüber 48,6% im H1/14 geht allein auf die höhere Rohrertragsmarge im Segment Wormland zurück (51,3% versus 48,3%). Das EBIT von 11,3 Mio. Euro ist geprägt durch Sondereffekte (Badwill) aus der Wormland-Akquisition in Höhe von 9,3 Mio. Euro. Bereinigt liegt das EBIT mit 1,5 Mio. Euro leicht unter dem Wert des ersten Halbjahres 2014 (1,7 Mio. Euro).

**Ludwig Beck trotz schwachem Branchentrend:** Während der deutsche Textileinzelhandel im ersten Halbjahr ein Umsatzminus von 2% verkraften musste, steigerte Ludwig Beck im selben Zeitraum den Umsatz auf vergleichbarer Fläche um 1,8%. Die Outperformance illustriert die Fähigkeit von Ludwig Beck, die Kunden immer wieder aufs Neue mit originellen Konzepten zum Kauf zu animieren. Hierbei ist außerdem zu beachten, dass die Vorjahreszahlen durch den Räumungsverkauf der Herrenabteilung im Untergeschoss positiv beeinflusst waren.

**Guidance und Prognosen:** Nachdem das Management die Guidance im Zuge der Wormland-Integration bereits angepasst hatte (Umsatz: 158-163 Mio. Euro, EBIT 17-19 Mio. Euro), erfolgt eine Überarbeitung unserer Prognosen zeitnah im Rahmen einer ausgiebigen Update-Studie. Diese geht insbesondere auf die mittelfristigen Umsatz- und Ergebnispotenziale von Wormland ein.

**Fazit:** Wir belassen die Empfehlung für die Aktie bis zur Überarbeitung unserer Prognosen auf Halten. Das Kursziel von 35,00 Euro ergibt sich aus dem Mittelwert unserer SOTP-Bewertung (43,55 Euro) und dem DCF-Modell (25,71 Euro).

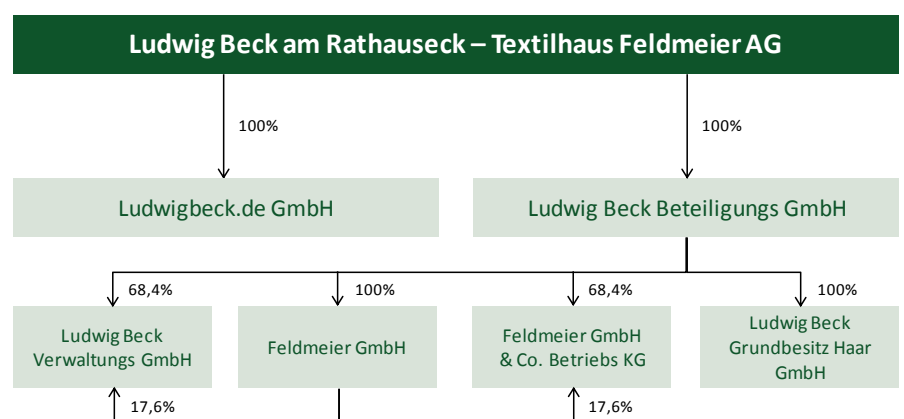
Geschäftsjahresende: 31.12.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	85,8	86,3	89,0	91,5	93,8
Veränderung yoy	-1,0%	0,5%	3,1%	2,8%	2,5%
EBITDA	15,1	13,4	13,5	14,4	15,1
EBIT	12,3	10,6	10,4	11,2	11,9
Jahresüberschuss	7,4	6,7	6,3	6,8	7,2
Rohrertragsmarge	50,8%	49,7%	49,6%	49,6%	49,6%
EBITDA-Marge	17,6%	15,6%	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	1,5%	2,2%	2,2%	2,5%	2,7%
EV/Umsatz	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA	12,0	13,5	13,4	12,6	12,0
EV/EBIT	14,7	17,0	17,4	16,2	15,3
KGV	16,9	18,7	19,9	18,3	17,3
P/B	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 33,80

## 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.

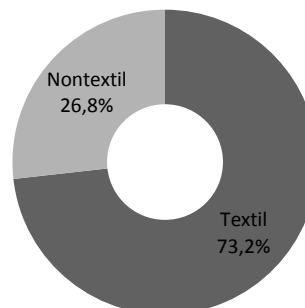
- 1861** Gründung der Knopfmacher- und Posamentierwerkstätte durch Ludwig Beck
- 1876** LUDWIG BECK beliefert die Märchenschlösser Ludwigs II. mit Gold- und Silberposamenten und erhält dafür den Titel "Königlich Bayerischer Hofposamentier".
- 1892** Erweiterung der Angebotspalette. Zu Knöpfen, Kurzwaren, 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.

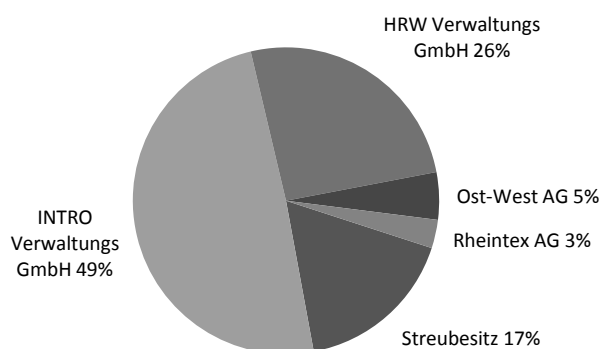
**Dieter Münch** ist seit April 1998 im Vorstand der Ludwig Beck AG. Als Vorstandsmitglied ist er für die Bereiche Personal, Finanzen und IT zuständig. Seine Karriere bei Ludwig Beck begann bereits während des betriebswirtschaftlichen Studiums als Praktikant in München. Nach seinem erfolgreich abgeschlossenen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

## 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
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>95,0</b>

## Aktienzahl (Mio.)

Aktienzahl (Mio.)	3,70
<b>Wert je Aktie (Euro)</b>	<b>25,71</b>
<b>+Upside / -Downside</b>	<b>-24%</b>
<b>Aktienkurs (Euro)</b>	<b>33,80</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	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
<b>7,30%</b>	<b>23,09</b>	<b>24,76</b>	<b>25,71</b>	<b>26,74</b>	<b>29,11</b>
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
<b>7,30%</b>	<b>24,75</b>	<b>25,23</b>	<b>25,71</b>	<b>26,19</b>	<b>26,67</b>
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
<b>Umsatz</b>	<b>85,8</b>	<b>86,3</b>	<b>89,0</b>	<b>91,5</b>	<b>93,8</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
<b>Gesamtleistung</b>	<b>86,0</b>	<b>86,5</b>	<b>89,1</b>	<b>91,6</b>	<b>93,8</b>
Materialaufwand	42,4	43,6	44,9	46,2	47,4
<b>Rohertrag</b>	<b>43,6</b>	<b>42,9</b>	<b>44,1</b>	<b>45,3</b>	<b>46,5</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>15,1</b>	<b>13,4</b>	<b>13,5</b>	<b>14,4</b>	<b>15,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,5	2,5	2,9	3,0	3,0
<b>EBITA</b>	<b>12,6</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>11,4</b>	<b>12,1</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>EBIT</b>	<b>12,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,4</b>	<b>11,2</b>	<b>11,9</b>
Finanzergebnis	-1,5	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
<b>EBT</b>	<b>10,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>
EE-Steuern	3,4	2,8	3,0	3,2	3,4
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>

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

G&V (in % vom Umsatz) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<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	0,16%	0,24%	0,06%	0,06%	0,06%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,2%</b>	<b>100,2%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>	<b>100,1%</b>
Materialaufwand	49,4%	50,5%	50,5%	50,5%	50,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>50,8%</b>	<b>49,7%</b>	<b>49,6%</b>	<b>49,6%</b>	<b>49,6%</b>
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%
<b>EBITDA</b>	<b>17,6%</b>	<b>15,6%</b>	<b>15,2%</b>	<b>15,8%</b>	<b>16,1%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	2,9%	2,9%	3,3%	3,3%	3,2%
<b>EBITA</b>	<b>14,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,9%</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>EBIT</b>	<b>14,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,6%</b>
Finanzergebnis	-1,8%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%
<b>EBT</b>	<b>12,6%</b>	<b>11,0%</b>	<b>10,4%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,3%</b>
EE-Steuern	4,0%	3,3%	3,3%	3,5%	3,6%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>8,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,7%</b>
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>8,6%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,7%</b>

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

Bilanz (in Mio. Euro) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>AKTIVA</b>					
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>92,0</b>	<b>95,6</b>	<b>95,1</b>	<b>94,5</b>	<b>93,8</b>
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
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,2</b>	<b>15,6</b>	<b>19,8</b>	<b>24,5</b>	<b>29,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>106,3</b>	<b>111,1</b>	<b>114,9</b>	<b>118,9</b>	<b>123,0</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>64,4</b>	<b>67,2</b>	<b>70,8</b>	<b>74,8</b>	<b>78,9</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	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
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>41,9</b>	<b>43,9</b>	<b>44,1</b>	<b>44,1</b>	<b>44,1</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>106,3</b>	<b>111,1</b>	<b>114,9</b>	<b>118,9</b>	<b>123,0</b>

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

Bilanz (in % der Bilanzsumme) Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>AKTIVA</b>					
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%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>86,6%</b>	<b>86,0%</b>	<b>82,7%</b>	<b>79,4%</b>	<b>76,3%</b>
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%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>13,4%</b>	<b>14,0%</b>	<b>17,2%</b>	<b>20,6%</b>	<b>23,7%</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>PASSIVA</b>					
<b>Eigenkapital</b>	<b>60,6%</b>	<b>60,5%</b>	<b>61,6%</b>	<b>62,9%</b>	<b>64,1%</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	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%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,4%</b>	<b>39,5%</b>	<b>38,4%</b>	<b>37,1%</b>	<b>35,9%</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	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
<b>Cash Flow</b>	<b>10,7</b>	<b>8,8</b>	<b>9,4</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>
Veränderung Working Capital	-1,6	-1,3	1,1	0,0	-0,3
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>9,2</b>	<b>7,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>
CAPEX	-3,1	-6,4	-2,6	-2,6	-2,6
Sonstiges	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-3,2</b>	<b>-6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-6,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,1</b>
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Veränderung liquide Mittel</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>6,0</b>	<b>10,6</b>	<b>15,0</b>

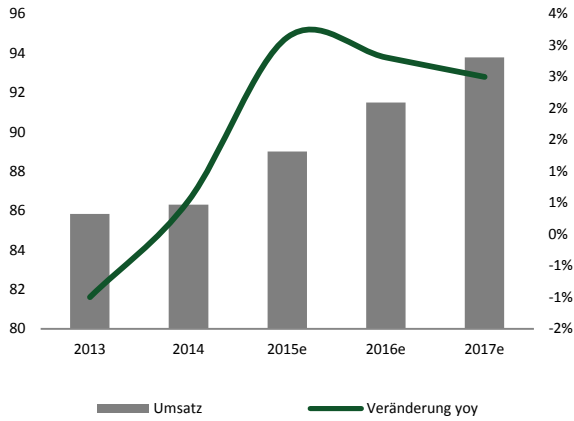
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Kennzahlen Ludwig Beck AG	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Ertragsmargen</b>					
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%
<b>Kapitalverzinsung</b>					
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%
<b>Solvenz</b>					
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
<b>Kapitalfluss</b>					
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%
<b>Bewertung</b>					
EV/Umsatz	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9
EV/EBITDA	12,0	13,5	13,4	12,6	12,0
EV/EBIT	14,7	17,0	17,4	16,2	15,3
EV/FCF	110,5	647,1	84,7	24,4	24,2
KGV	16,9	18,7	19,9	18,3	17,3
P/B	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6
Dividendenrendite	1,5%	2,2%	2,2%	2,5%	2,7%

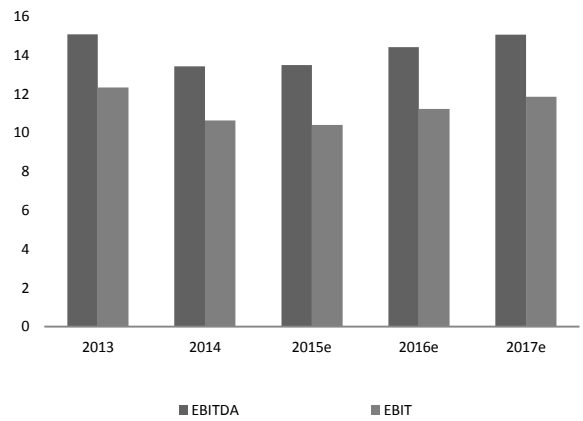
Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)



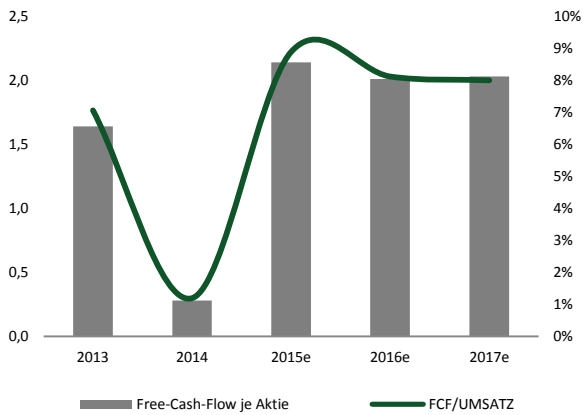
Umsatzentwicklung



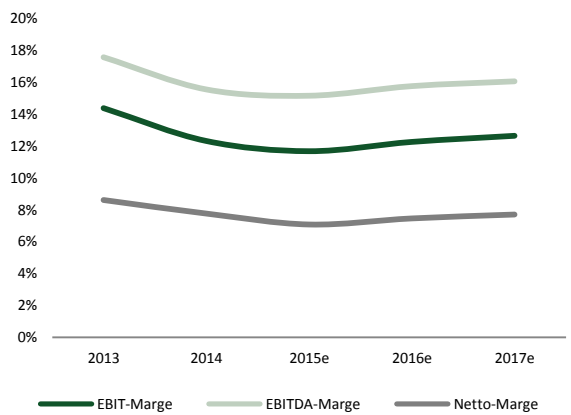
Ergebnisentwicklung



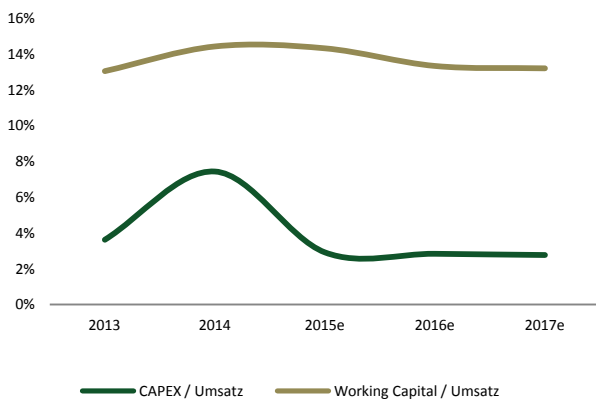
Free-Cash-Flow Entwicklung



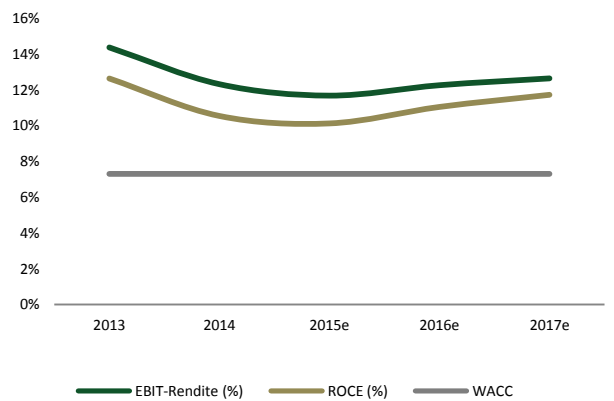
Margenentwicklung



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: 21.07.2015):**

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: 21.07.2015):**

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
Halten	21.07.2015	34,45	35,00	+2%
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%
Kaufen	23.04.2015	31,95	35,00	+10%
Halten	12.05.2015	34,85	35,00	0%
Halten	21.07.2015	33,80	35,00	+4%