

**22.10.2012**

**Ludwig Beck AG \*5**

**Rating: KAUFEN**

**Kursziel: 28,50**

aktueller Kurs: 23,90

19.10.2012 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005199905

WKN: 519990

Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,695

Marketcap<sup>3</sup>: 88,31

EnterpriseValue<sup>3</sup>: 128,61

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 20,1 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

VISCARDI

**Analysten:**

Felix Gode

[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Philipp Leipold

[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\*Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**Unternehmensprofil**

Branche: Konsum

Fokus: Damenbekleidung, Accessoires,  
Parfümerie

Mitarbeiter: 467 Stand: 30.9.2012

Gründung: 1861

Firmensitz: München

Vorstand: Dieter Münch, Christian Greiner



LUDWIG BECK ist eines der bekanntesten Kaufhäuser in Deutschland. Die Gründung des Unternehmens geht auf das Jahr 1861 zurück. Der Konzern betreibt den stationären Einzelhandel unter der Marke LUDWIG BECK. Ab Herbst 2012 soll der stationäre Handel durch eine e-commerce-Plattform ergänzt werden, über welche Kosmetikartikel auch online vertrieben werden sollen. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. Das Stammhaus generiert rund 95 % der gesamten Umsatzerlöse. Innerhalb der LUDWIG BECK AG besteht neben dem Stammhaus in München noch eine Filiale LUDWIG BECK HAUTNAH in den FÜNF HÖFEN in München. Das angebotene Sortiment beinhaltet vor allem Bekleidung sowie nicht-textile Sortimente wie beispielsweise Parfümerie, Kosmetikprodukte, Lederwaren sowie Accessoires. Stark präsentiert sich auch das Segment Musik, welches individuell an die gehobene Kundschaft angepasst ist. Die Immobilie des Stammsitzes am Münchner Marienplatz gehört LUDWIG BECK zu 67,67 %.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatzerlöse (brutto)	107,21	103,28	104,78	106,42
EBITDA	16,89	15,65	16,70	17,20
EBIT	13,74	12,86	13,80	14,30
Jahresüberschuss	6,44	8,77	7,54	7,88

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,74	2,37	2,04	2,13
Dividende je Aktie	0,35	0,45	0,35	0,35

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,21	1,25	1,23	1,21
EV/EBITDA	7,70	8,22	7,70	7,48
EV/EBIT	9,47	10,00	9,32	8,99
KGV	13,71	10,07	11,71	11,21
KBV		1,63		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**

23.7.2012: RS / 28,50 / KAUFEN

23.4.2012: RS / 26,00 / KAUFEN

20.3.2012: RS / 26,00 / KAUFEN

14.2.2012: RG / 25,00 / KAUFEN

9.2.2012: RS / 25,00 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

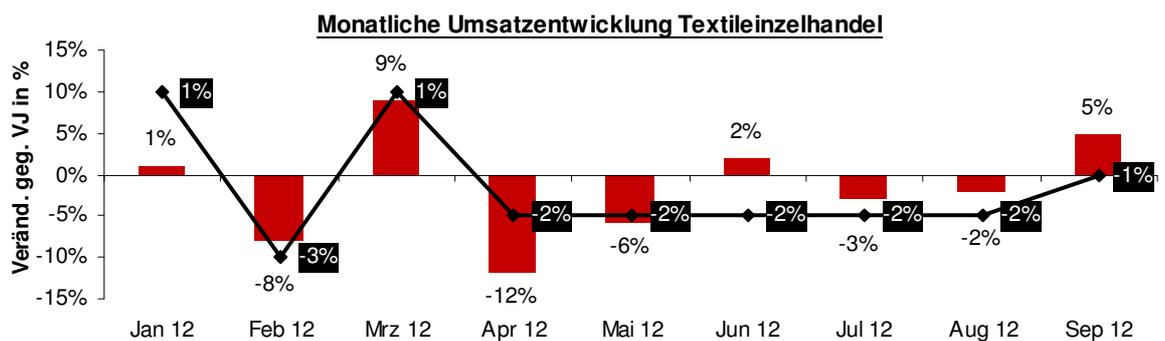
## Überdurchschnittliches Wachstum zum Markt - fortgesetzte Ergebnissteigerung - Kursziel von 28,50 € und Rating KAUFEN bestätigt

### Entwicklung des Textileinzelhandels 2012 durchwachsen - guter Start in das Herbstgeschäft

Der deutsche Textileinzelhandel zeigte sich in den ersten neun Monaten 2012 durchwachsen, wobei in der Mehrzahl der Monate ein Rückgang der Umsatzerlöse gegenüber dem Vorjahreszeitraum hingenommen werden musste. Insbesondere in den Monaten April bis August war ein verhaltenes Kaufverhalten zu beobachten.

Jedoch haben die nasskalten Temperaturen Ende September und Anfang Oktober schlussendlich zu einer Belebung der Nachfrage nach Herbstbekleidung geweckt, so dass in den Kalenderwochen 39 und 40 jeweils deutlich positive Vorzeichen von jeweils +13 % registriert wurden. Dies verhalf der Umsatzentwicklung des Textileinzelhandels zu einem kräftigen Plus von 5 % im September. Jedoch ist dabei zu erwähnen, dass die Steigerung hinsichtlich einer Vorgabe von -13 % im Vorjahr nicht überbewertet werden darf.

Dennoch hob der gute September den auf das gesamte Jahr 2012 kumulierten Umsatzrückgang auf nunmehr nur noch -1 % nach oben. Entsprechend sieht der deutsche Textileinzelhandel eine gute Chance, dass das Jahr 2012 noch mit einem Pari abgeschlossen werden kann. Dafür müsste das Q4 2012 jedoch recht stark ausfallen, denn das Weihnachtsgeschäft in den Monaten November und Dezember im Vorjahr war mit Umsatzzuwächsen um 2 %, respektive 5 %, durchaus zufriedenstellend.



Quelle: TW-Testclub

### +3,6 % Wachstum im den ersten neun Monaten - EBIT-Marge erneut auf nunmehr 12,8 % gesteigert

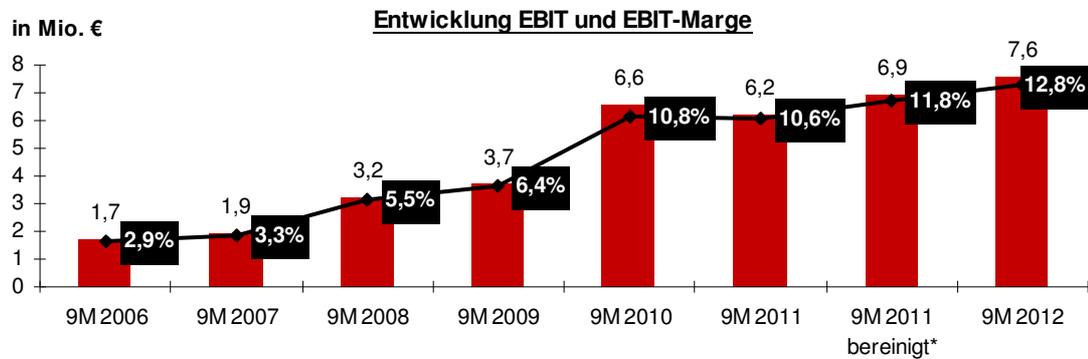
in Mio. €	9M 2010	9M 2011	9M 2012
Umsatzerlöse (brutto)	72,9	69,6	70,4
Rohertragsmarge	49,6 %	50,6 %	50,2 %
EBIT (Marge)	6,6 (10,8 %)	6,2 (10,6 %)	7,6 (12,8 %)
EBT (Marge)	4,2 (6,9 %)	5,0 (8,6 %)	6,2 (10,5 %)
Periodenergebnis nach Minderheiten	2,7	2,4	4,1

Quelle: Ludwig Beck, GBC

Die Ludwig Beck AG konnte sich, wie bereits in den Vorquartalen, erneut überdurchschnittlich gegenüber dem Markttrend entwickeln. So erreichte das Unternehmen eine Steigerung des Bruttoumsatzes um 1,2 % auf 70,4 Mio. €, wenngleich das Q3 2012 mit 24,5 Mio. € gegenüber dem Vorjahr keine weitere Steigerung erfahren hat. Dabei ist zu berücksichtigen, dass durch die Schließungen der Filialen in Augsburg Anfang 2011 sowie im Olympiaeinkaufszentrum in München Ende Juni 2012 Umsatzbeiträge entfallen sind. Bereinigt um diese Effekte, wären die Umsatzerlöse in den ersten neun Monaten sogar um 3,6 % geklettert. Auch im Q3 wären dann Zuwächse zu verzeichnen gewesen.

Diese nochmals deutlich höhere bereinigte Wachstumsrate macht einmal mehr die starke Positionierung des Stammhauses am Münchner Marienplatz deutlich. Das Stammhaus erzielte in den ersten neun Monaten einen Umsatzanstieg um 4,1 % und stellte damit den wesentlichen Wachstumstreiber dar.

Auch ergebnisseitig überzeugte die Ludwig Beck AG erneut. Dank der Umsatzzuwächse und einem anhaltend stringenten Kostenmanagement steigerte das Unternehmen das EBIT in den ersten neun Monaten 2012 abermals klar überproportional zu den Umsatzerlösen um 22,7 % auf 7,6 Mio. €. Dabei ist zu berücksichtigen, dass im Vorjahr einmalige Sondereffekte im Zusammenhang mit dem 150-jährigen Firmenjubiläum in Höhe von saldiert 0,7 Mio. € angefallen waren. Bereinigt um diese wäre der Anstieg mit rund 10 % jedoch noch immer zweistellig ausgefallen. Die EBIT-Marge legte ebenfalls weiter auf nunmehr 12,8 % zu, ein Anstieg um 2,2 Prozentpunkte gegenüber dem gleichen Zeitraum 2011.



Quelle: Berechnungen GBC; \*Bereinigt um Sondereffekte im Zusammenhang mit dem 150-jährigen Firmenjubiläum in Höhe von saldiert 0,7 Mio. €

### Prognosen unverändert belassen - Übertreffen der EBT-Prognose von 12,0 Mio. € möglich

In Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e
<b>Umsatz (brutto)</b>	103,3	104,8	106,4
<b>EBITDA (Marge)</b>	15,7 (18,0 %)	16,7 (19,0 %)	17,2 (19,2 %)
<b>EBIT (Marge)</b>	12,9 (14,8 %)	13,8 (15,7 %)	14,3 (16,0 %)
<b>EBT (Marge)</b>	11,3 (13,0 %)	12,0 (13,6 %)	12,5 (14,0 %)
<b>Konzernergebnis nach Minderheiten</b>	8,8	7,5	7,9

Quelle: Berechnungen GBC

Bei unseren Prognosen nehmen wir im Zuge der starken Neunmonatszahlen keine Veränderungen vor. Unverändert gehen wir davon aus, dass die Ludwig Beck AG einen Umsatzzuwachs um 1,5 % auf 104,8 Mio. € erreichen wird. Die entspricht einem filialbereinigten Wachstum von rund 3,0 %, womit wir vom Erreichen der oberen Prognosespanne des Vorstandes ausgehen.

Auch das Ergebnis betreffend, erwarten wir das Erreichen der oberen Prognosespanne, welche ein EBT von 10-12 Mio. € vorsieht. Nachdem der Vorjahreswert von 11,3 Mio. € durch verschiedene einmalige Sondereffekte belastet war und sich das Konsumumfeld in Deutschland erwartungsgemäß auch im Q4 2012 stabil zeigen wird, halten wir ein EBT von 12,0 Mio. € für sehr wahrscheinlich.

Von einem wesentlichen Übertreffen der 12,0 Mio. € gehen wir indes nicht aus. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund des für Mitte November geplanten Starts der e-commerce-Plattform für Kosmetikartikel zu sehen, welcher im Q4 2012 das Ergebnis noch leicht belasten dürfte.

### Aktien mit KGV von 11,7 günstig bewertet - Kursziel von 28,50 € und Rating KAUFEN bestätigt

Die Ludwig Beck AG hat auch im Q3 2012 einmal mehr ihre herausragende Positionierung unter Beweis gestellt und gezeigt, dass sie auch unter verhaltenen Marktbedingungen starke Wachstumsraten bei Umsatz und Ergebnis aufweisen kann.

Auf Basis unserer Schätzungen errechnet sich für das GJ 2012 - trotz der guten Kursentwicklung der Aktie im bisherigen Jahresverlauf - ein KGV in Höhe von lediglich 11,7. Angesichts der operativen Ertragskraft sowie der hohen Kapitalrenditen und Cashflows erachten wir dieses Bewertungsniveau weiterhin als zu niedrig. Unser Kursziel von 28,50 € sowie das Rating KAUFEN bestätigen wir vor diesem Hintergrund.

# Anhang

## §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: **<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

### **Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

**<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

(1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.

(3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.

(4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.

(5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Finanzanalyst**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)