

## Ludwig Beck AG <sup>\*5a,11</sup>

**Rating: HALTEN**  
**Kursziel: 35,00**

Aktueller Kurs: 32,25  
27.7.2016 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005199905  
WKN: 519990  
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,695  
Marketcap<sup>3</sup>: 119,16  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 160,86  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 17,10 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
DZ Bank AG

**Analysten:**

Felix Gode, CFA  
[gode@gbc-ag.de](mailto:gode@gbc-ag.de)

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

**Unternehmensprofil**

Branche: Konsum

Fokus: Damenbekleidung, Herrenbekleidung, Accessoires, Parfümerie

Mitarbeiter: 882

Gründung: 1861

Firmensitz: München

Vorstand: Dieter Münch, Christian Greiner



Die Ludwig Beck AG vereint unter ihrem Dach die beiden Segmente LUDWIG BECK sowie WORMLAND. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit des Segments LUDWIG BECK liegt im Stammhaus am Marienplatz in München. 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. Seit Dezember 2012 ist der stationäre Handel durch eine e-commerce-Plattform ergänzt worden, über welche Kosmetik- und Beautyartikel vertrieben werden. Im Segment WORMLAND werden 15 Filialen in ganz Deutschland betrieben. WORMLAND ist auf Herrenmode im gehobenen Preissegment spezialisiert und ergänzt damit das Angebotsspektrum des Ludwig Beck-Konzerns seit der Übernahme im Mai 2015.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatzerlöse (brutto)	102,69	158,62	189,20	193,00
EBITDA	13,42	22,33	13,00	14,25
EBIT	10,63	18,32	8,50	9,50
Jahresüberschuss	6,69	15,18	5,00	5,69

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	1,81	4,11	1,35	1,54
Dividende je Aktie	0,75	0,75	0,75	0,75

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	1,57	1,01	0,85	0,83
EV/EBITDA	11,99	7,20	12,37	11,29
EV/EBIT	15,13	8,78	18,93	16,93
KGV	17,81	7,85	23,83	20,94
KBV		1,61		

**Finanztermine**

25.10.2016: Veröffentlichung 9M-Bericht

**\*\*letzter Research von GBC:**

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

27.04.2016: RS / 35,00 / HALTEN

30.03.2016: RS / 35,00 / KAUFEN

23.10.2015: RS / 35,00 / KAUFEN

22.07.2015: RS / 35,00 / HALTEN

24.04.2015: RS / 33,00 / HALTEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 5

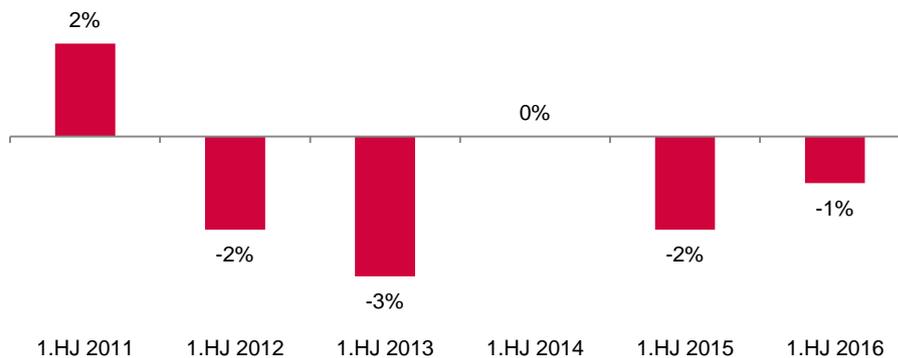
## Bereinigung von Warenaltbeständen bei WORMLAND beendet und Neuausrichtung im Plan - deutlich verbesserte Rohmarge im 2. HJ 2016 zu erwarten – Kursziel 35,00 € und Rating HALTEN bestätigt

### Textileinzelhandel setzt Trend fort – Besserung im 2. Halbjahr erwartet

Einmal mehr wies der stationäre Textileinzelhandel in Deutschland im 1. HJ 2016 eine durchwachsene Entwicklung auf. So betrug der Umsatzrückgang im 1. HJ 2016 gegenüber dem Vorjahreszeitraum 1 %. Als Grund dieser Entwicklung werden insbesondere die wechselhaften Wetterbedingungen, vor allem in den Frühjahrs- und Sommermonaten, gesehen. Diese Unstetigkeit der Wetterlage senkte die Kundenfrequenz, insbesondere in den Einkaufsstraßen der Großstädte. Immerhin zeigt sich die Branche optimistisch für das 2. HJ, denn bereits in 2015 konnte der Rückstand zum 1. Halbjahr wieder aufgeholt werden.

Mit dem negativen Ergebnis im 1. HJ 2016 wurde der Trend der Vorjahre zunächst fortgesetzt. Zuletzt konnte im 1. HJ 2011 ein Zuwachs verzeichnet werden. Während die Wetterverhältnisse ein lediglich temporärer Grund für eine schwache Umsatzentwicklung sind, dürfte vor allem das Wachstumstempo des Onlinehandels ein wichtiger Faktor sein, der den stationären Handel belastet. Die Konsumstimmung sollte derzeit kein relevanter Faktor sein, da diese seit Monaten auf sehr hohen Niveaus liegt.

### Umsatzentwicklung des Textileinzelhandels im 1. HJ (Veränd. ggü. Vorjahr)



Quelle: TW-Testclub

### WORMLAND-Übernahme treibt Umsatz – Ergebnis im Q2 2016 verbessert

in Mio. €	1. HJ 2015	1. HJ 2016
Umsatzerlöse (brutto)	56,8	79,5
Rohertragsmarge	48,9 %	46,7 %
EBITDA (Marge*)	13,0 (22,9%)	0,5 (0,6 %)
EBIT (Marge*)	11,3 (19,9 %)	-1,6 (neg.)
Periodenergebnis	10,6	-2,4

Quelle: Ludwig Beck, GBC; \*Margen auf Basis gerundeter Zahlen berechnet

Mit 79,5 Mio. € wies die Ludwig Beck AG im 1. HJ 2016 einen deutlichen Umsatzanstieg um 40 % gegenüber dem Vorjahr auf. Dabei ist zu beachten, dass 35 Mio. € auf das Segment WORMLAND entfallen, das erst im Mai des Vorjahres erworben wurde. Im Vorjahreszeitraum waren entsprechend nur 11,2 Mio. € aus WORMLAND enthalten. Insofern sind signifikante anorganische Effekte im Umsatz enthalten.

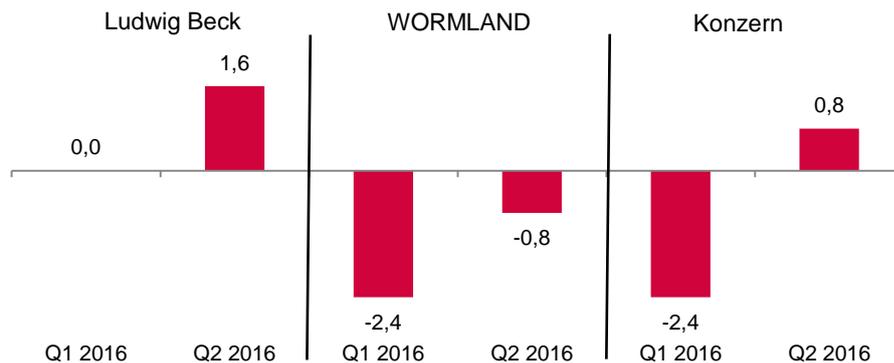
Organisch machte sich das schwierige Marktumfeld im deutschen Textileinzelhandel bemerkbar. So musste das Segment Ludwig Beck einen leichten Umsatzrückgang um 2,4 % verzeichnen. Vermutlich ist auch bei WORMLAND ein organischer Rückgang in

ähnlicher Höhe zu verzeichnen gewesen. Präzise lässt sich der Effekt jedoch auf Grund der fehlenden Vergleichszahlen nicht ermitteln. Zudem war die Umsatzentwicklung bei WORMLAND auch durch den Abverkauf von Altware zur Bereinigung der Lagerbestände sowie die Filialschließung in Oberhausen geprägt, was die Vergleichbarkeit zusätzlich erschwert.

Die rückläufige Umsatzentwicklung sowie der Abverkauf wirkten sich auch auf den Rohertrag aus, so dass die Rohertragsmarge von 48,9 % auf 46,7 % rückläufig war. Entsprechend war auch ein EBIT-Rückgang von bereinigt 1,8 Mio. € (unbereinigt: 11,3 Mio. €) im Vorjahr auf -1,6 Mio. € zu verzeichnen.

Jedoch ist zu beobachten, dass im Q2 2016 bereits eine deutliche Verbesserung der Ertragssituation stattgefunden hat. So wirkte sich im Segment Ludwig Beck beispielsweise der Wegfall der Kosten der Übernahme im Q2 des vergangenen Jahres aus, die wir mit rund 1 Mio. € beziffern. Im Gegensatz dazu waren im Q1 2016 bei WORMLAND noch um 0,4 Mio. € höhere Personalaufwendungen als im Q2 2016 zu verzeichnen, was vermutlich auch vor dem Hintergrund des Ausscheidens des ehemalige WORMLAND-Geschäftsführers Oliver Beuthien zu sehen ist. Insgesamt lag das EBIT auf Konzernebene mit 0,8 Mio. € im Q2 2016 bereits wieder im positiven Bereich.

**EBIT-Entwicklung im Q1 und Q2 2016 nach Segmenten (in Mio. €)**



Quelle: Ludwig Beck, GBC

**Prognosen für 2016 und 2017 bestätigt – Kursziel bleibt 35,00 € – HALTEN**

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse (brutto)	158,62	189,20	193,00
EBITDA (Marge)	22,33 (16,8 %)	13,00 (8,2 %)	14,25 (8,8 %)
EBIT (Marge)	18,32 (13,7 %)	8,50 (5,3 %)	9,50 (5,9 %)
Konzernjahresüberschuss	15,18	5,00	5,69
EPS in €	4,11	1,35	1,54

Quelle: Berechnungen GBC

Angesichts des beendeten Abverkaufs von Altware bei WORMLAND ist davon auszugehen, dass sich die Rohertragsmarge im 2. HJ 2016 spürbar verbessert. Ohnehin ist das 2. HJ saisonal bedingt stets merklich umsatzstärker. Dies sollte auch entsprechende EBIT-Effekte mit sich bringen. Insofern ist das Unternehmen mit der Neuaufstellung von WORMLAND im Plan und bestätigte daher die Prognosen für das laufende GJ 2016.

Fraglich ist derzeit, wie sich die jüngsten Terroranschläge in Deutschland auf den Tourismus und das Konsumverhalten auswirken werden, was im Zweifel zu einer Eintrübung der Aussichten führen könnte. Derzeit lässt sich dies jedoch nicht abschätzen. Auch wir bestätigen daher unsere Prognosen zunächst und gehen unverändert von Umsatzerlösen in Höhe von 189,20 Mio. € sowie einem EBIT von 8,5 Mio. € für 2016 aus. Das Kursziel von 35,00 € sowie das Rating HALTEN belassen wir ebenfalls unverändert.

## 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 Angebotsschreiben 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 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/de/Offenlegung.htm>

### **§ 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: (5a,11)**

### **§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

#### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

Sonstige an der Studiererstellung beteiligte Personen:

**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**

#### **§ 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)