

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

**Rating: HALTEN**  
**Kursziel: 30,50 EUR**

Aktueller Kurs: 29,75 EUR  
26.07.2017 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0005199905  
WKN: 519990  
Börsenkürzel: ECK

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 3,695  
Marketcap<sup>3</sup>: 113,44  
Enterprise Value<sup>3</sup>: 151,10  
<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:**

Matthias Greiffenberger  
greiffenberger@gbc-ag.de

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

**Unternehmensprofil**

Branche: Konsum

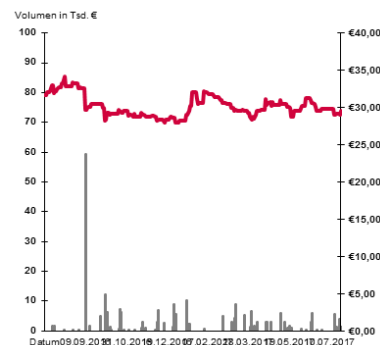
Fokus: Damenbekleidung, Herrenbekleidung, Accessoires,  
Parfümerie

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	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatzerlöse (brutto)	158,62	177,13	178,90	180,69
EBITDA	22,33	10,31	10,17	11,17
EBIT	18,32	6,34	6,17	7,27
Jahresüberschuss	15,18	2,88	3,04	3,70

**Kennzahlen in EUR**

Gewinn je Aktie	4,11	0,78	0,82	1,00
Dividende je Aktie	0,75	0,65	0,65	0,75

**Kennzahlen**

EV/Umsatz	0,00	0,85	0,84	0,84
EV/EBITDA	6,77	14,65	14,85	13,53
EV/EBIT	8,25	23,82	24,48	20,80
KGV	7,47	39,39	37,31	30,66
KBV		1,44		

**Finanztermine**

24.10.2017: Veröffentlichung 9M-Bericht

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

25.04.2017: RS / 30,50 / HALTEN

06.04.2017: RS / 30,50 / HALTEN

26.10.2016: RS / 30,50 / HALTEN

27.07.2016: RS / 35,00 / HALTEN

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 5

\*\* 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

Fertigstellung: 27.07.2017

Erstveröffentlichung: 27.07.2017

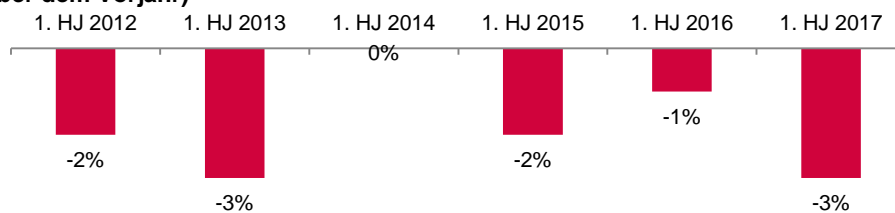
## Weitere operative Verbesserungen bei WORMLAND – Im Rahmen der bestätigten Prognose rechnet das Unternehmen mit einem deutlich dynamischeren 2. HJ – Kursziel 30,50 € bestätigt – Rating HALTEN

### Textileinzelhandel unter Druck – Besserung im 2. Halbjahr erwartet

Die Konsumstimmung in Deutschland ist gegenwärtig äußerst positiv, dennoch schlägt sich dies nicht direkt auf den stationären Einzelhandel nieder. So musste im 1.HJ 2017 der Textileinzelhandel abermals einen Umsatzrückgang von 3% hinnehmen. Ursächlich hierfür könnten die sehr heißen Monate des 1. HJ gewesen sein, welche die Konsumenten dazu verleitet haben, ihre Freizeitaktivitäten mehr auf alternative Aktivitäten zu lenken. Insbesondere in Großstädten wurde der stationäre Einzelhandel weniger frequentiert als im Vorjahreszeitraum. Dennoch ist die Branche optimistisch, dass im 2. HJ 2017 die Rückstände wieder aufgeholt werden können. Dies ist unter anderem bedingt durch die Verteilung der diesjährigen Feiertage, welche den Kunden zusätzliche Freiräume für Freizeitaktivitäten und Konsum einräumen.

Insgesamt setzt sich jedoch der Trend der Vorjahre fort und der stationäre Einzelhandel muss Umsatzrückgängen hinnehmen. Hintergrund dieser Entwicklung könnte neben den Wetterbedingungen auch die stetig stärker werdende Konkurrenz durch den Onlinehandel sein.

### Umsatzentwicklung des Textileinzelhandels im 1. HJ (Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr)



Quelle: TW-Testclub

### Kostenoptimierung bei WORMLAND verbessert die Ergebnissituation – Auf Konzernebene konnte eine Margenverbesserung im Q2 2017 gegenüber dem Q2 2016 erzielt werden

in Mio. €	1. HJ 2016	1. HJ 2017
Umsatzerlöse (brutto)	79,5	77,1
Rohertragsmarge	46,7 %	47,4 %
EBITDA (Marge*)	0,5 (0,6 %)	0,6 (0,7 %)
EBIT (Marge*)	-1,6 (neg.)	-1,6 (neg.)
Periodenergebnis	-2,4	-2,3

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

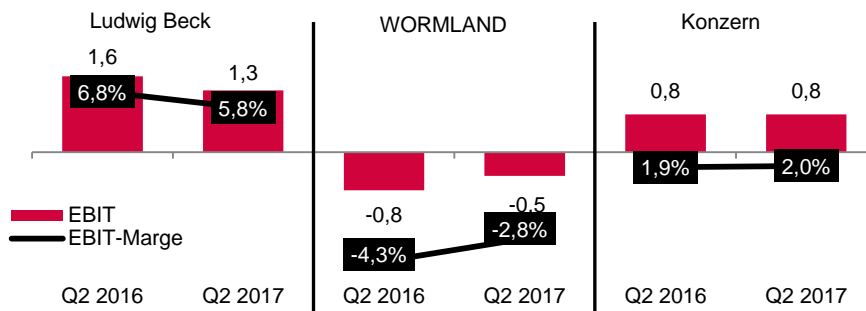
Umsatzseitig verzeichnetet der Konzern Ludwig Beck einen leichten Umsatzrückgang um 3,0% auf 77,1 Mio. € (VJ: 79,5 Mio. €) und spiegelte somit die Entwicklung des Gesamtmarkts wider. Der Umsatzrückgang verteilt sich gleichsam auf die Segmente Ludwig Beck und WORMLAND. Jedoch konnten weitere positive Entwicklungen im Bereich des Online-Handels erzielt werden und langfristig soll dieser Bereich auch konkret ausgewiesen werden.

Trotz des schwierigen Marktumfeldes im 1. HJ 2017 konnte das Unternehmen die Netto-Rohertragsmarge von 46,7% im Vorjahr auf 47,4% deutlich steigern. Dies zeigt, dass bereits signifikante Erfolge in der operativen Entwicklung des Segments WORMLAND

erzielt wurden und auch zukünftig weitere Verbesserungen absehbar sind. Hintergrund dieser Entwicklung sind zwei Faktoren. Einerseits war das Vorjahr noch zusätzlich belastet durch den Abverkauf von Altbeständen. Andererseits konnte das Unternehmen weitere Synergien heben und die Kostenstruktur optimieren. Darüber hinaus wurden im Konzern durch eine Optimierung der Markenstruktur maßgebliche Verbesserungen erzielt. Das bedeutet, dass ein tieferes Markenangebot von ausgewählten Kernmarken angeboten wird. Dies ermöglicht erleichterte Einkaufsstrukturen und darüber hinaus können Kunden auf ein tieferes Angebot bei beliebten Marken zurückgreifen.

Auf Segmentebene zeigt sich, dass entsprechend der Marktentwicklung das Segment Ludwig Beck im Q2 einen EBIT-Margenrückgang von 6,8% auf 5,8% verzeichnet hat. Dementsprechend hat sich das EBIT von 1,6 Mio. € im Vorjahr auf 1,3 Mio. € reduziert. Konträr hierzu verringerte sich das negative Ergebnis des Segments WORMLAND deutlich von -0,8 Mio. € auf -0,5 Mio. €. Dies wurde unter anderem durch deutliche Kostensenkungen über eine Verschlanung der Führungsebene erzielt. Gleichsam wird versucht weitere Synergien zwischen den beiden Segmenten zu heben. So wurden bereits im 1. HJ 2017 die Bereiche Marketing und IT zusammengelegt. Der Prozess der Unternehmensverschmelzung und der Hebung aller Synergien steht noch am Anfang und bietet zukünftig weitere signifikante Potenziale. Auf Konzernebene konnte das EBIT im Q2 trotz des leichten Umsatzrückgangs stabil auf 0,8 Mio. € gehalten werden, was dementsprechend zu einer Erhöhung der EBIT-Marge von 1,9% auf 2,0% führte.

**EBIT-Entwicklung im Q2 2016 und Q2 2017 nach Segmenten (in Mio. €)**



Quelle: Ludwig Beck, GBC

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

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	177,13	178,90	180,69
EBITDA (Marge)	10,31 (5,8%)	10,17 (5,7%)	11,16 (6,2%)
EBIT (Marge)	6,34 (3,6%)	6,17 (3,4%)	7,26 (4,0%)
Jahresüberschuss	2,88	3,04	3,70
EPS in €	0,78	0,82	1,00

Quelle: Berechnungen GBC

Trotz des schwachen Marktumfeldes des ersten Halbjahres konnte die Ludwig Beck AG ihre Netto-Rohermargen steigern und beweist so, dass das Know-how aus dem Führen des Stammhauses in München auch auf die erworbene WORMLAND Gruppe übertragen werden kann.

**Ausblick: Das 2. HJ ist im stationären Einzelhandel stets deutlich stärker als das erste Halbjahr und im Zuge dessen bestätigte das Unternehmen auch die eigene Prognose. Wir gehen davon aus, dass unsere Prognosen von 178,90 Mio. € Umsatz und 6,17 Mio. € EBIT im GJ 2017 erreicht werden können. Wir bestätigen ebenfalls unsere Prognose und das Kursziel von 30,50 € je Aktie. Vor dem Hintergrund des aktuellen Kurses vergeben wir das Rating Halten.**

## 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:

**Matthias Greiffenberger, M.Sc., M.A., Finanzanalyst**  
**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst**

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)